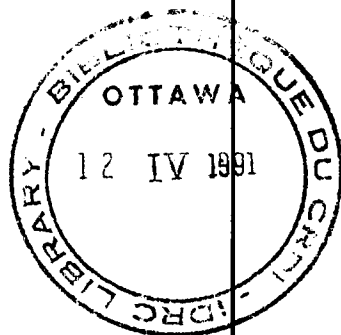


## *FINANCIAMIENTO E INFORMALIDAD*

*Mercado financiero no-organizado  
y financiamiento de la  
actividad informal*

*Alfredo E. Thorne  
Armando Morales  
Julio Velarde*



ARCHIV  
330(8)  
F 8  
no. 12

IDRC-LIB

35744

**FINANCIAMIENTO E INFORMALIDAD**  
**Mercado Financiero No-Organizado y Financiamiento**  
**de la Actividad Informal**

811-0801

**FINANCIAMIENTO E INFORMALIDAD**  
**Mercado Financiero No-Organizado y Financiamiento**  
**de la Actividad Informal**

**ALFREDO E. THORNE**  
Armando Morales  
Julio Velarde

Impreso en el Perú

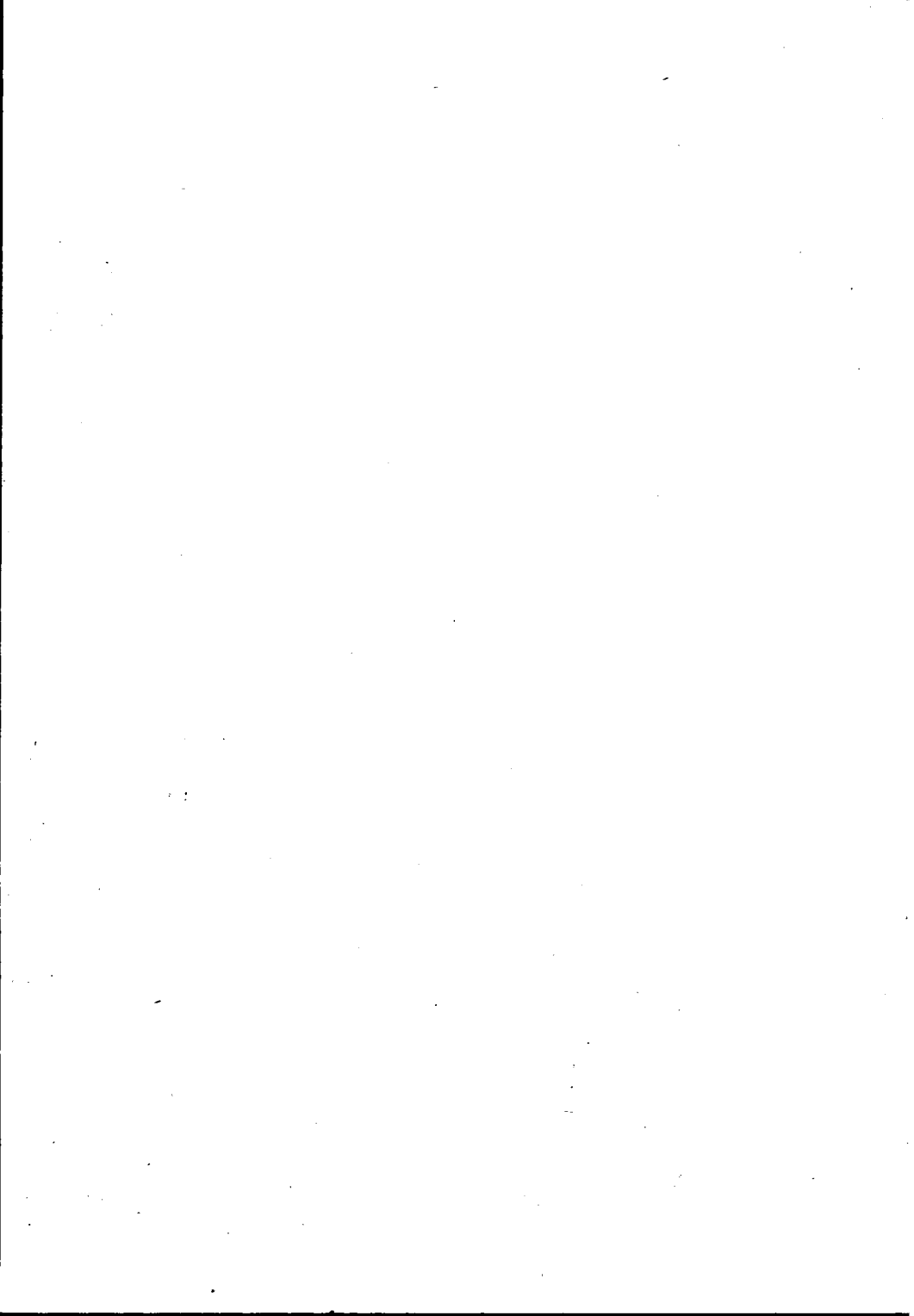
Printed in Peru

---

Nota.- La publicación podrá ser reproducida siempre y cuando se haga  
mención a la fuente.

Julio de 1988

La Fundación Friedrich Ebert, no  
necesariamente comparte las opi-  
niones vertidas por los autores.



## INDICE

	Pág.
<b>Presentación</b>	7
Alfredo E. Thorne	
EL MERCADO FINANCIERO NO-ORGANIZADO EN EL PERU: Determinantes de la Oferta de Fondos Prestables: 1966-1986	9
<b>I. Introducción</b>	11
<b>II. Importancia del MFNO</b>	12
2.1. Flujo de Ahorros Destinado al MFNO	12
2.2. Proporción de la Riqueza Neta en el MFNO	14
2.3. Oferta de Préstamos Informales	18
<b>III. El Costo del Crédito en el MFO y el MFNO</b>	20
3.1. Evolución de la Tasa de Interés en el MFO: 1976-1986	20
3.2. El Costo del Crédito de Proveedores	25
3.3. Tasas de Interés Cobradas por los PI	28
<b>IV. Determinantes de la Segmentación del Mercado Financiero</b>	32
4.1. El Rol de la Política de Tasas de Interés y de Encaje	33
4.1.1. La Política de Tasas de Interés y el Ahorrista	33
4.1.2. El Rol del Encaje	40
4.2. El Riesgo y el Mercado Financiero	46
4.2.1. La Intermediación Financiera y el Riesgo	47
4.2.2. El Riesgo y los Prestamistas Informales	49
<b>V. Opciones de Política Económica: Una Exposición Gráfica</b>	53
<b>VI. Resumen y Conclusiones</b>	58
<b>Bibliografía</b>	60

Armando Morales Bueno

**MERCADO INFORMAL DE FINANCIAMIENTO DE LA  
ACTIVIDAD PRODUCTIVA: Diagnóstico y Sugerencias**

63

- |                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 1. Marco general                      | 65 |
| 2. Demanda de Financiamiento Informal | 66 |
| 3. Oferta Informal de Financiamiento  | 72 |
| 4. Mercado Informal de Financiamiento | 76 |
| 5. Alternativas                       | 77 |

Julio Velarde

**EL FINANCIAMIENTO DE LA ACTIVIDAD ECONOMICA  
INFORMAL**

83

- |   |    |
|---|----|
| 1. Volumen y Origen de Fondos de Financiamiento del Sector Informal                         | 85 |
| 2. Características de las Empresas Informales: Consolidación y Acumulación                  | 87 |
| 3. Obstáculos del Financiamiento del Sector Informal por parte del Sector Financiero Formal | 91 |
| 4. Propuestas   | 94 |

## PRESENTACION

¿Cómo mejorar la eficiencia de la intermediación financiera, transferir fondos informales al sistema organizado y aumentar la disponibilidad de la oferta financiera formal? ¿Cómo llegar a una mayor transparencia del financiamiento informal, garantizar la seguridad del crédito informal, ampliar el acceso al financiamiento formal y así aportar a un mejor desarrollo del sector informal?

Estas han sido algunas de las principales interrogantes del **Taller de Investigación "El Mercado Financiero No-Organizado y el Financiamiento de la Actividad Económica Informal"**, que la FUNDACION FRIEDRICH E-BERT organizó en el mes de Agosto de 1987 con la valiosa participación de los señores Alfredo Thorne, Armando Morales y Julio Velarde.

En esta publicación se recogen los frutos del Taller en forma de tres artículos. En el primero, Alfredo Thorne nos familiariza con el concepto de Mercado Financiero No-Organizado (MFNO). Ofrece una visión sobre su importancia y surgimiento y después analiza en detalle el costo del crédito y los determinantes de la segmentación del mercado financiero, evaluando los efectos de instrumentos como la tasa de interés y el encaje, así como el papel del factor 'riesgo'. Finalizando su estudio él pone sobre el tapete algunas propuestas para mejorar la intermediación financiera.

En el segundo artículo, Armando Morales analiza los determinantes y problemas del mercado de financiamiento informal. También hace algunas recomendaciones sobre medidas e instrumentos para facilitar el acceso al financiamiento formal así como para aumentar la oferta de fondos hacia el sector informal.

En el tercer artículo, Julio Velarde desarrolla un diagnóstico del financiamiento al sector informal. Revisando algunas características de las empresas informales, del volumen y origen de sus fondos, él identifica los obstáculos al financiamiento del sector y propone algunos mecanismos para superar estas restricciones.

Lima, Diciembre de 1987

Dr. Heinz-Michael Hauser  
Director del Programa de Apoyo a  
la Investigación Económica y Social  
FUNDACION FRIEDRICH EBERT



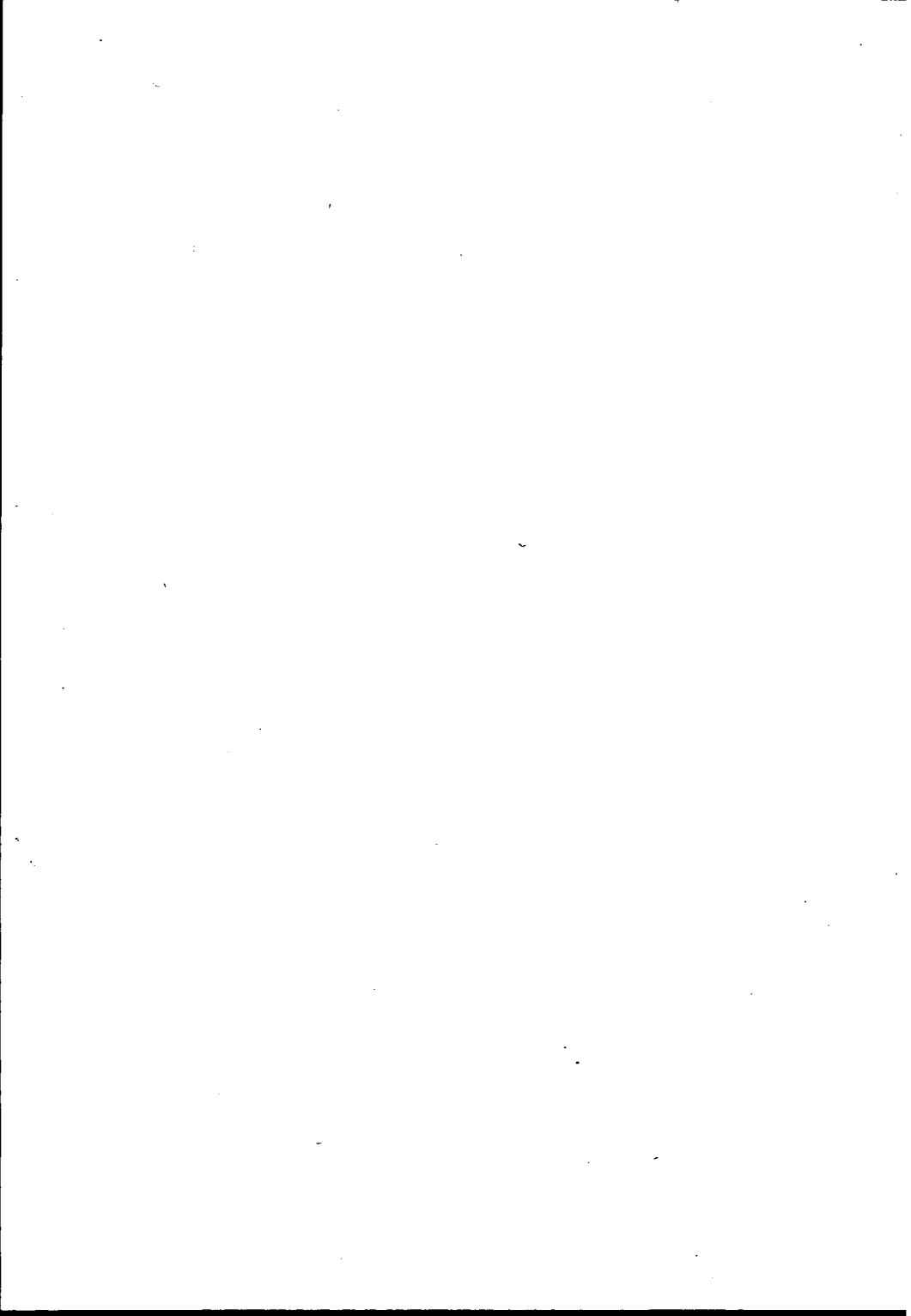
**EL MERCADO FINANCIERO NO-ORGANIZADO EN EL PERU:  
Determinantes de la Oferta de Fondos Prestables: 1966-1986(\*)**

**ALFREDO E. THORNE(\*\*)**

---

(\*) Este artículo es un avance de una investigación que se realizó en el área de macroeconomía de GRADE con los auspicios del IDRC. El autor quisiera agradecer a Roberto Urrunaga por su asistencia en la recopilación y procesamiento de la información.

(\*\*) El autor es Ph.D en economía en la Universidad de Oxford, Inglaterra. Este artículo fue escrito mientras era investigador asociado en el área de análisis de políticas macroeconómicas de GRADE. Actualmente se encuentra con licencia, trabajando para el Banco Mundial en Washington.



## I. INTRODUCCION

El debate económico de la informalidad en el Perú se ha centrado en sus aspectos productivos. Este artículo explora un aspecto menos discutido de este importante tema: la informalidad financiera.

El concepto relevante es el de "mercado financiero no-organizado" (MFNO), el cual esta constituido por todas aquellas transacciones financieras realizadas por instituciones que no hayan sido creadas con tal propósito. Es decir, todas las transacciones financieras realizadas fuera de lo que se conoce como el "Sistema Financiero Nacional". Al MFNO recurren agentes productivos formales e informales que presentan la característica común de su imposibilidad o renuencia para obtener créditos del Mercado Financiero Organizado (MFO).

Este artículo pretende ofrecer respuestas a interrogantes respecto a la importancia del MFNO, las tasas de interés que se cobran en este mercado y su implicancia para el funcionamiento de los intermediarios financieros del mercado financiero organizado (MFO), así como también a la explicación de su desarrollo y a las medidas que se podrían tomar al respecto y, finalmente, a la conveniencia sobre su erradicación o su inserción dentro del MFO.

A primera vista, intuitivamente se podría afirmar que la informalidad financiera es más importante que la informalidad productiva debido a que no sólo los informales productivos recurren al MFNO, sino que los formales también asisten a él. Sin embargo, las transacciones financieras que se realizan en este mercado se caracterizan por su heterogeneidad, lo que dificulta su estudio. Lo que es fundamental determinar es la importancia de la oferta de fondos del MFNO para el funcionamiento del sector productivo y la manera como influyen las políticas monetaria y financiera -tasa de interés, tipo de cambio y todos aquellos instrumentos que afectan el funcionamiento de los intermediarios financieros del MFO- sobre la oferta total de fondos.

Por ejemplo, una gran dependencia del sector productivo (formal e informal) del MFNO podría significar que un aumento en la tasa de interés (controlada por el BCR) reduzca la oferta total de crédito al sector productivo en lugar de incrementarla. Aun cuando un aumento en la tasa de interés fijada por el BCR podría aumentar la oferta de fondos prestables del MFO, si los intermediarios en este mercado son más adversos al riesgo que los del MFNO, entonces esta mayor cantidad de recursos a disposición del MFO podría no ser ofrecida como crédito al sector productivo. Es decir un aumento en la tasa de interés podría significar una reducción del crédito (del MFO y el MFNO) al sector productivo. Así, un mejor conocimiento de las interrelaciones entre ambos mercados permitiría una mayor efectividad en la adopción de medidas económicas.

## II. IMPORTANCIA DEL MFNO

Una de las mayores dificultades que enfrentan los investigadores de este tema es la medición de la importancia del MFNO, precisamente por su característica de "informal" y porque, en la mayoría de los casos, actúa al margen de la ley.

Existen tres tipos de indicadores que se pueden utilizar para cuantificar su importancia: (i) el monto de ahorro que fluye hacia el MFNO; (ii) la porción de los activos y pasivos que se hallan fuera del MFO; (iii) la oferta de servicios financieros de los prestamistas informales (PI).

### 2.1 Flujo de ahorro destinado al MFNO

Una forma de medir la importancia del MFNO es estimando la porción del ahorro privado que fluye hacia este mercado. El ahorro privado total ( $S^t_p$ ) se puede definir como el aumento en la riqueza neta ( $R^t_p$ ) más las ganancias netas de capital ( $GC^t_p$ ). Se considera que los intereses netos sobre la riqueza son parte del ingreso y que la riqueza neta puede ser mantenida en activos y/o pasivos del MFO y/o del MFNO. Formalmente, esto puede ser representado en la ecuación:

$$(1) S^t_p = R^t_p + GC^t_p = \Delta A^o_p - \Delta P^o_p + \Delta A^n_p - \Delta P^n_p + GC^t_p$$

Donde:

$S^t_p$  es el ahorro privado total

$CG^t_p$  ganancias de capital total,

$R^t_p$  es la riqueza privada total,

$\Delta$  es la letra griega delta que indica variación entre períodos,

$A^o_p$  y  $P^o_p$  son el total de activos y pasivos adquiridos en el MFO respectivamente, y

$A^n_p$  y  $P^n_p$  son el total de activos y pasivos adquiridos en el MFNO respectivamente.

El ahorro privado que se destina al MFNO se puede definir como la siguiente ecuación:

$$(2) \quad S^n_p = S^t_p - S^o_p - GC^t_p = S^t_p - \Delta A^o_p + A P^o_p - GC^t_p$$

Donde las variables son definidas como en la ecuación (1), excepto por  $S^n_p$  y  $S^o_p$  que representan el ahorro privado que fluye al MFNO y al MFO respectivamente.

$S^n_p$  es un indicador de la importancia del MFNO. Un estimado de la des-

**Cuadro 1**  
**Destino del Ahorro Privado**  
**(expresado en %)**

	1968-70	1971-74	1975-79	1980-82	1983-85
Ahorro privado (% del PBI)	12.2	11.5	10.8	9.0	9.4
Porcentaje del ahorro privado depositado en el Sist. Financiero:					
Organizado	8.8	5.0	13.5	17.3	31.2
No organizado	91.2	95.0	86.5	82.7	68.8

FUENTE: BCRP, Cuentas Nacionales y A.E. Thorne, The Determinants of savings in a developing economy: the case of Peru: 1960-1984. Tesis de PhD, Universidad de Oxford, Oxford, 1986.

composición del ahorro privado se muestra en el cuadro 1.<sup>1</sup> De este cuadro se puede concluir que no ha habido período en el que el sector privado deposite más del cincuenta por ciento de su ahorro en el sistema financiero organizado (SFO). En promedio, entre 1966 y 1985, sólo el 11.2% del ahorro privado fue depositado en el SFO. Esta conclusión remarca la importancia del MFNO: gran parte de la oferta de fondos está constituida por recursos financieros provenientes del MFNO.<sup>2</sup>

## 2.2 Proporción de la Riqueza Neta en el MFNO

Otra forma de cuantificar la importancia de este mercado es descomponiendo el stock de riqueza financiera neta del sector privado entre el MFO y el MFNO. El Cuadro 2 presenta un estimado utilizando las estimaciones de flujos de fondos realizadas por CONASEV.<sup>3</sup>

En este cuadro se observa que la mayor parte de los activos provienen del MFNO siendo los préstamos y las acciones los rubros más importantes. Según *Las Cuentas Financieras* del BCR, entre 1974 y 1980, más del 90% del total de las acciones fueron negociadas fuera del sistema Financiero Nacional.

Por el lado de los pasivos, aun cuando no se ha podido obtener una desa-

- 
1. Con el objetivo de acercarse al concepto de  $S_p$ , los estimados de las *Cuentas Financieras* del BCR han sido corregidos por el efecto de la inflación. El BCR incluye en sus estimados la adquisición de nuevos activos y/o pasivos, las ganancias de capital (v. gr., reducción de su valor por la inflación) y los intereses netos devengados sobre estos saldos. Con el objetivo de acercarse al concepto de  $S_p$ , los estimados del Cuadro 1 han sido corregidos por el deterioro producido por la inflación en los períodos en que la tasa de interés promedio real fue negativa y cuando ésta fue positiva, por el exceso. Sin embargo, debido a que estas correcciones se han realizado utilizando promedios, es muy probable que el  $S_p$  de este cuadro sub-estime al actual.
  2. Un problema con este estimado y con el de la siguiente sección es que, en la medida que no han sido corregidos totalmente por el efecto de la inflación, bien podrían sobre- o sub-estimar la importancia del MFNO. Un ajuste de esta naturaleza excede los propósitos del presente trabajo, pues implicaría corregir la mayor parte de los estimados de las cuentas nacionales. En principio, es posible afirmar que un ajuste de este tipo no afectaría significativamente los resultados.
  3. Véase CONASEV (1984) y Thorne (1986) para las correcciones hechas a estos estimados.

## Cuadro 2

### Distribución de los Activos Financieros del Sector Privado entre el Mercado Organizado y el Mercado No Organizado en 1979 (como % del PBI)

	Familias	Empresas no Financieras
Total Riqueza Financiera Neta en el MFO y el MFNO	56.2	-94.0
Total de activos	67.7	91.3
Mercado organizado	17.0	11.2
Mercado No organizado	50.7	80.1
Acciones	44.9	8.0
Préstamos	5.3	70.4
Bonos	0.5	1.7
Total de Pasivos	11.5	185.3
Acciones	0.0	79.9
Bonos	0.0	0.0
Préstamos	11.5	105.4

FUENTE: CONASEV Estudio Piloto de Activos y Pasivos Financieros 1979-1982, CONASEV. Lima, 1984.

gregación similar a la de los activos, de lo dicho anteriormente se puede concluir que más del 90% de las acciones se negocian en el MFNO. Y según CONASEV (1984), en 1979 el 58% de los préstamos de las empresas consistían en deuda inter-empresa y sólo el 14% provenía estrictamente del SFO nacional.<sup>4</sup>

4. El 28% restante es deuda contraída con acreedores extranjeros (24%) y con el Gobierno (4%).

Este cuadro sugiere que las empresas utilizan una buena parte de sus ahorros (utilidades no distribuidas y depreciaciones) para financiar a sus clientes. Aunque es prematuro concluir respecto a las razones de ello, en una investigación anterior (Thorne, 1986) se encontró que se debe a la falta de acceso al crédito en el MFO de los clientes de las empresas. Estas, al extenderle crédito a sus clientes, logran garantizar el volumen de ventas y una alta rentabilidad sobre sus activos.

Uno de los problemas con los estimados de CONASEV es que subestiman la importancia de la deuda familiar. El cuadro 2a muestra un estimado de la importancia de la deuda del MFNO para el sector familias por nivel de ingreso. Este estimado se obtuvo de la encuesta ENCA realizada entre los años 1971-72.<sup>5</sup> A pesar que la deuda familiar en relación al gasto total no es muy significativa (es mayor para los niveles de ingreso más altos), en promedio, más del 70% de ésta proviene del MFNO. Es muy indicativo, sin embargo, que sea el nivel de ingreso medio el que muestre mayor recurrencia a este mercado, pues las familias con mayores ingresos son las que más recurren al crédito. Esto puede explicar por qué las familias con mayores ingresos son las que usualmente poseen mayor acceso al crédito del MFO.

**Cuadro 2a**

**Fuentes de Préstamos por Nivel de Ingreso  
(% del total)**

	I	II	III	Total
Mercado Organizado	43.5	14.3	39.9	29.4
Mercado No Organizado	56.5	85.7	60.1	70.6
Deuda Total/ Gastos Totales	5.9	11.3	13.2	9.7
Familias por estratos	49.5	33.6	16.9	100.0

\* I, II y III denotan los niveles de ingreso bajo, medio y alto respectivamente.

FUENTE: Ministerio de Economía (1975).

5. Véase, Ministerio de Economía y Finanzas (1975)



En resumen, los cuadros 2 y 2a constatan lo observado en el cuadro 1: el sector privado mantiene una alta proporción de sus recursos en el MFNO. Lo importante no sólo es estimar la magnitud de este mercado en relación al MFO (que se ha visto que es muy importante), sino que, también, es relevante explicar la forma en que opera y el porqué de su aparición y desarrollo. En las siguientes secciones se discuten estos problemas. Antes, es conveniente indicar que se trata de un mercado en el cual los contratos sólo dependen del acreedor y el deudor, en los que la influencia de la política monetaria es sólo indirecta. Como se verá más adelante, las autoridades, aun cuando no pueden controlar directamente las condiciones en que se realiza la transacción financiera, sí ejercen una influencia indirecta.

En base al Cuadro 2 es posible sub-dividir al MFNO en tres sub-mercados financieros, cada cual con su propia dinámica de operación:

- 1) *Financiamiento del capital productivo vía adquisición de acciones.* Son las acciones adquiridas fuera de la Bolsa de Valores y cuyas condiciones son fijadas por las partes contratantes. Constituyen más del 70% del total de las fuentes de fondos de las empresas productivas (véase Thorne, 1986 para una discusión más amplia).
- 2) *Los préstamos de proveedores.* La mayor parte de este crédito es proporcionado y recibido por las empresas productivas. Ello se refleja en el Cuadro 2, por el lado de los activos y los pasivos de las empresas productivas. En términos de pasivos de las empresas productivas, éstos representan más de un tercio del stock de deuda de las empresas (véase Thorne, 1986).
- 3) *Los prestamistas informales (PI).* Es crédito verdaderamente informal y se otorga para cualquier propósito. Las condiciones son determinadas por las partes contratantes. Esta porción del mercado, sobre la que existe menos control, es usualmente subestimada en las estadísticas.

Las transacciones financieras en los tres submercados se realizan a tasas de retorno que superan la tasa de interés fijada por el BCR. Más aún, las tasas de retorno reflejan situaciones de equilibrio entre la oferta y demanda de fondos. Es decir, la tasa de retorno refleja la escasez de crédito en la economía y, en la medida en que se trata de mercados segmentados, el exceso de demanda en cada sub-mercado. En consecuencia, las políticas monetaria y de tasas de interés seguidas por el BCR tienen un rol preponderante.

## 2.3 Oferta de los Prestamistas Informales (PI)

Un indicador complementario que evidencia la importancia que ha venido adquiriendo el MFNO es la oferta de servicios financieros de los denominados 'PI'. En el Gráfico 1 se aprecia el promedio diario de anuncios referidos a servicios financieros en el diario "El Comercio" para cada trimestre entre 1976 y 1987.

Este gráfico sugiere un crecimiento exponencial en el nivel de actividad de los PI. Entre 1976 y 1986, el número de anuncios aumentó en más de 8 veces. Este gráfico muestra la importancia y evolución en la actividad de los PI desde 1976.

Esta no es la única interpretación que se le puede dar a este gráfico. La coincidencia entre la política de reducción de los controles sobre la tasa de interés cobrada en el MFO y sobre las actividades de los intermediarios financieros adoptada por el BCR entre 1976 y 1986 (v. gr., liberalización financiera), por una parte, y el rápido crecimiento de la actividad de los PI (véase el Gráfico 1) por la otra, podría indicar que esta política estimuló a que los PI publiciten más activamente sus servicios. Es decir, permitió hacer evidente algo que ya venía sucediendo pero que no se podía hacer notorio debido a los controles que regulaban la actividad financiera.

Aunque, esta interpretación se contradice con la otra evidencia disponible (véanse las acciones 2.1 y 2.2), la que sugiere que el tamaño del MFNO aumentó vigorosamente durante este período. Más aun, ello ocurrió a pesar que el efecto esperado de la política financiera adoptada era que el MFNO se reduzca, lo que no sucedió.

Adelantando la discusión que se presenta en las siguientes secciones, es posible indicar que si bien el significativo aumento en la actividad de los PI desde 1976 fue estimulado por la política financiera adoptada,<sup>6</sup> ésta no fue la causa de su surgimiento, ni el único factor que explica su rápido desarrollo. Como se observará posteriormente, lo que estimuló su desarrollo fue la alta inflación y las políticas de tasa de interés y de encaje, así como el comportamiento del sistema financiero.

En síntesis, de la evidencia presentada se puede concluir que el MFNO

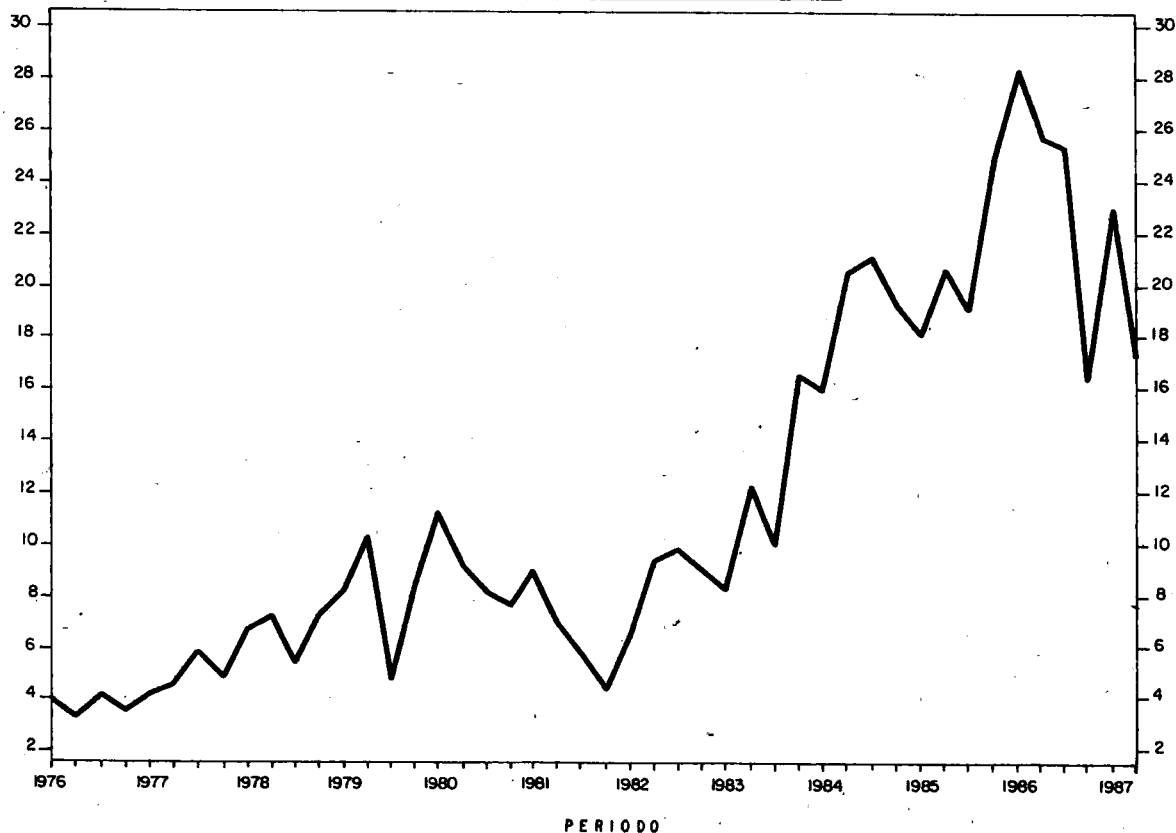
---

6. Esta discusión será retomada más adelante.

Gráfico 1

**PROMEDIO DIARIO DE PRESTAMISTAS**  
(TRIMESTRALES 1976.1 - 1987.2)

Nº DE PRESTAMISTAS



es bastante importante tanto en términos cualitativos como cuantitativos, al punto que el volumen de recursos intermediados por el MFNO es mayor al del MFO y ha venido aumentando desde 1976.

### III. EL COSTO DEL CREDITO EN EL MFO Y EL MFNO

En esta sección se discute la relación entre las tasas de interés que se cobran en el MFO y en el MFNO. Primero se describe la evolución de la política de tasas de interés del período 1976-86, y luego se presentan dos estimados diferentes de tasas de interés en el MFNO: el costo del crédito de proveedores y la ofrecida por los prestamistas informales.<sup>7</sup>

#### 3.1 Evolución de la Tasa de Interés en el MFO: 1976-1986

Las tasas de interés del MFO revisten una doble importancia. Por un lado, es el principal instrumento utilizado por las autoridades monetarias para atraer el ahorro privado hacia el MFO. Por el otro, es el principal instrumento para dirigir el comportamiento de las instituciones financieras.

En el Perú, las tasas de interés en términos nominales se mantuvieron relativamente fijas hasta 1976. Las únicas excepciones fueron las concesiones otorgadas a algunos sectores como el de la Construcción y, años después, a la Banca Regional. Estos cambios afectaron, primordialmente, la estructura de las tasas de interés.

A partir de 1976, en virtud del fortalecimiento de la inflación, las tasas de interés empezaron a ser ajustadas. Debido a que no existe una sola tasa sino una estructura de tasas, se han elaborado dos promedios ponderados de tasas de interés. La primera es definida como la suma de todas las tasas de los activos denominados en moneda nacional existentes en el sistema financiero, pon-

---

7. Es muy difícil estimar el costo de capital para aquellas empresas que no acceden al MFO (90% de las acciones se negocian fuera de la Bolsa). Sin embargo, como se discute en Thorne (1986), el costo del capital está fuertemente influenciado por el acceso al crédito del MFO que tienen las empresas. Mientras menor sea éste, mayor será el costo de capital para la empresa. Esto es cierto aun cuando ellas mismas proporcionan el financiamiento (v. gr., utilidades no distribuidas). Lo importante es el concepto de costo de oportunidad.

deradas por la importancia de cada uno de estos activos con respecto al total de activos. La segunda incluye la totalidad de activos, es decir, aquéllos denominados en moneda nacional y extranjera.

Definidos de esta forma, estos promedios de tasa de interés no sólo miden los incrementos en la tasa de interés sino que también toman en cuenta los efectos de la asignación de portafolio sobre el nivel promedio de la tasa de interés.

Una mayor demanda del sector privado por activos con mayor rendimiento provocará un aumento de la tasa de interés promedio. Ello lo convierte en un mejor indicador que cualquier tasa individual, pues considera los cambios en el nivel de tasa de interés producidos por cambios en la demanda por activos del sector privado. La evolución de ambos promedios constituye un buen estimado del costo promedio del crédito en el MFO. Indican, marginalmente, cuánto le cuesta al sistema financiero atraer una unidad de depósitos. En el Gráfico 2 aparecen los dos promedios ponderados y la inflación para el período de análisis.

Este gráfico muestra que, hasta 1982.1, ambos promedios se encontraban por debajo de la inflación y, a partir de este período y hasta 1985.3, el promedio ponderado por la totalidad de los activos (M/N y M/E) supera a la inflación, v.gr. la tasa de interés real se hace positiva. A partir de 1985.4, esta tasa se convierte, nuevamente, en negativa en términos reales.

Los incrementos más importantes en el promedio de la tasa de interés nominal que incluye a todos los activos del sistema financiero se obtienen entre 1977.4 y 1978.3, entre 1980.4 y 1981.1, entre 1982.1 y 1983.3, y entre 1984.3 y 1985.3.

No obstante, estos aumentos se logran de diferente forma. Mientras que para los dos primeros períodos el incremento en las tasas de interés de los activos denominados en moneda nacional tienen una mayor importancia, en los siguientes dos períodos la depreciación del tipo de cambio y la dolarización de los activos explican gran parte del aumento en la tasa de interés promedio. Obsérvese, por una parte, la diferencia entre el promedio que sólo incluye los activos denominados en M/N y el que incluye a todos los activos y, por la otra parte, en el Gráfico 3, la relación entre la devaluación del tipo de cambio y la inflación.

Gráfico 2

**TASAS DE INTERES E INFLACION.**  
(TRIMESTRALES 1976 - 1986)

LN DE TASAS DE  
INTERES

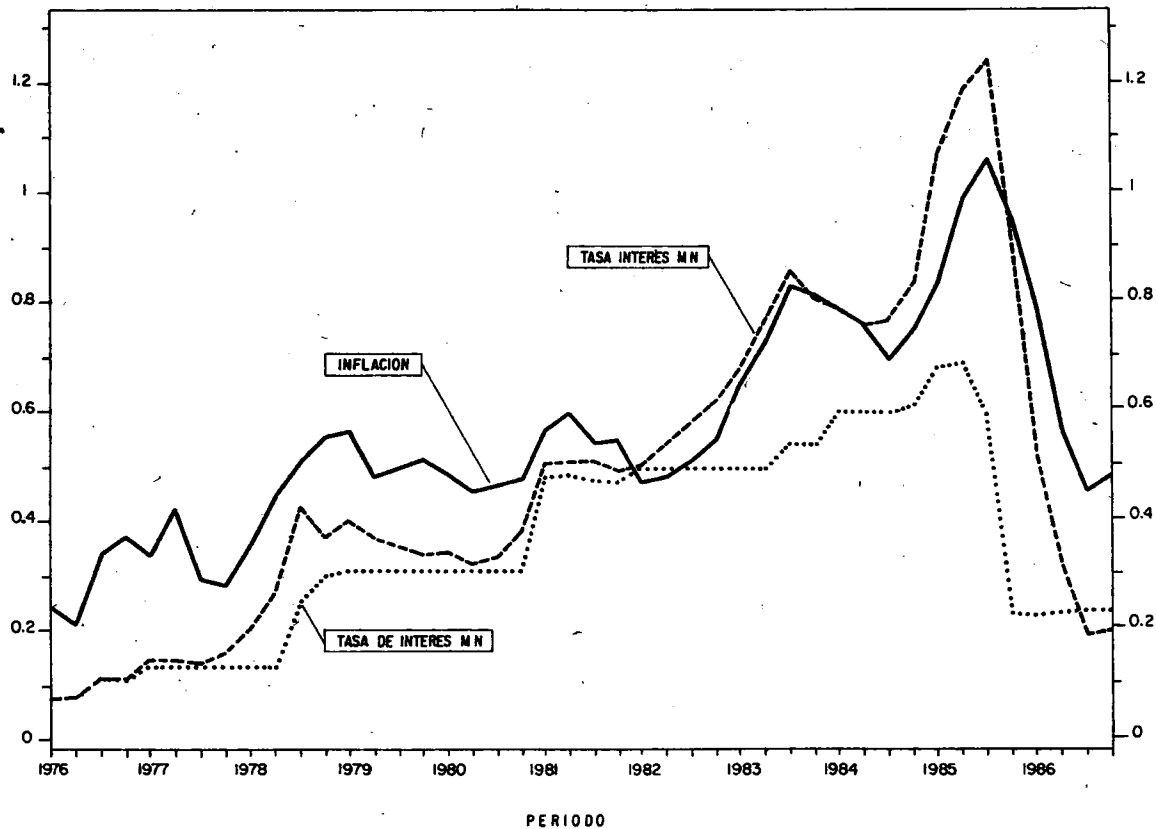
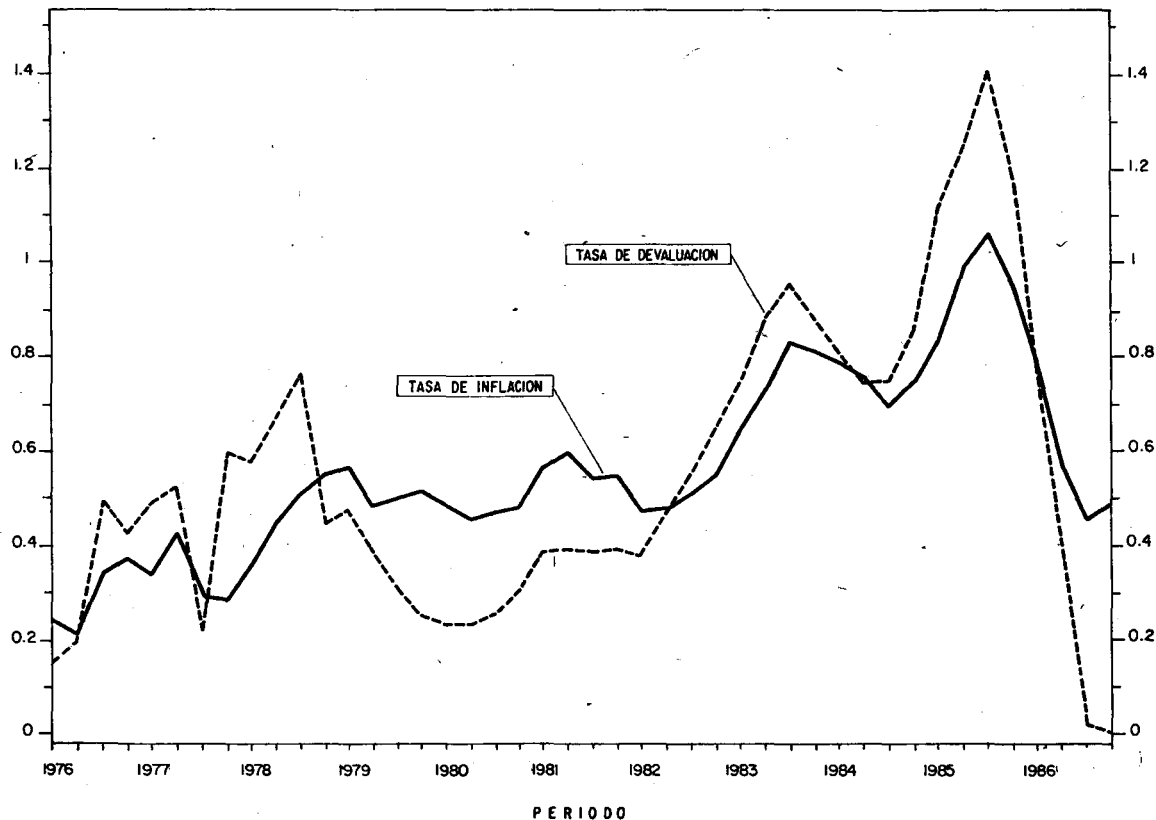


Gráfico 3

L.N DE TASA DE INFLACION  
Y DEVALUACION

**TASA DE INFLACION Y DEVALUACION**  
(TRIMESTRALES 1976 - 1986)



La tasa real de interés promedio ponderado (M/N y M/E) se mantiene negativa hasta 1982.2 y, a partir de entonces, se vuelve positiva hasta 1985.3, para luego hacerse negativa hasta la actualidad. El incremento entre 1982.2 y 1985.3 se obtiene, más que por una política de tasas de interés, por la política cambiaria. O sea, la tasa de interés promedio se convierte en positiva en virtud de la fuerte devaluación y la consecuente dolarización de los activos financieros.

Esto implica que el promedio que sólo considera los activos denominados en M/N sub-estima el verdadero nivel de la tasa de interés promedio en el MFO.<sup>8</sup> Estas diferencias son muy significativas. Mientras que una muestra tasas reales positivas desde 1982.2 hasta 1985.3, la otra indica tasas de interés negativas para ese período.

La forma en que se aumentó la tasa de interés promedio tiene una gran importancia para la movilización del ahorro y para el MFNO. Un incremento de la tasa de interés por medio de una depreciación del tipo de cambio genera efectos no deseados: entorpece la movilización del ahorro y estimula el desarrollo de un mercado no-organizado, aspecto que se revisará posteriormente.

La política de tasas de interés también es relevante por su efecto sobre el comportamiento de las instituciones financieras del MFO. Esto se puede ilustrar a través de las siguientes tres ecuaciones:

$$(3) \quad \pi = i^p P + i^e E - i^d D - C;$$

$$(4) \quad D = K D + P;$$

sustituyendo la ecuación (4) en la (3) se tiene:

$$(5) \quad \pi/D = i^p (1-k) + i^e k - i^d - C/D;$$

Donde:

$\pi$  es el margen de utilidad promedio,

$i^p$ ,  $i^e$ ,  $i^d$  son las tasas de interés activa, sobre el encaje y la pasiva, respectivamente,

---

8. Muchos análisis, incluyendo aquéllos del BCR, al utilizar la tasa de interés sobre los activos denominados en moneda nacional, sub-estimaron su verdadero nivel y el efecto de la política cambiaria sobre el sistema financiero.



P, E, D son el volumen de préstamos, encaje y depósitos, respectivamente (el capital del banco no es prestado),  
 $k$  es la tasa de encaje promedio (v.gr.,  $K = E/D$ ), y  
 $C$  son los costos fijos del banco.

La ecuación (5) indica que, en promedio, las utilidades de un banco por unidad de depósitos depende de las tasas pasiva y activa, de la remuneración al encaje, de la tasa de encaje promedio ( $k$ ) y de sus costos fijos. Si se asume que  $C=0$  y que  $i^e = i^d$ , entonces las utilidades por unidad de depósitos van a estar determinadas por el margen entre  $i^p$  e  $i^d$ .

En una economía donde prevalece la libre competencia, este margen va a ser igual para todos los bancos y/o instituciones financieras. En un mercado oligopólico, las empresas bancarias tienen flexibilidad para variar el margen entre la tasa activa y la pasiva. En ambos casos, sin embargo, el nivel de  $i^p$  va a estar determinado principalmente, por  $i^d$ .<sup>9</sup>

La ecuación (5) indica que, mientras mayor sea este margen, mayor será la probabilidad de que surjan otros intermediarios y/o que los prestatarios y ahorristas busquen alternativas al sistema financiero. Este margen va a estar determinado, como se verá más adelante, por la política monetaria, la legislación bancaria y por el nivel de competencia bancaria.

### 3.2 El costo del Crédito de Proveedores

Esta es la porción del MFNO que ha recibido la mayor atención. Varios autores han estimado el costo del crédito de proveedores. El primer estudio fue el realizado por Garrido-Lecca y O'Mara (1972), quienes estimaron en 1972 el costo del crédito de proveedores a consumidores en 4.9% mensual y en 3.6% mensual para empresas. En ese mismo año, el costo de descontar una letra en el MFO fluctuó entre 1.5 y 1.8% mensual.

Diez años más tarde, Susano (1983) estimó, para una muestra similar de empresas, el costo del crédito de proveedores a consumidores entre 7.5 y

---

9. Aun en el caso peruano en que  $i^p$  e  $i^d$  son fijadas por el BCR, es posible arguir que los bancos poseen algún control sobre este margen. Esto se explica por la influencia que estos suelen tener sobre la política de tasas de interés del BCR y/o porque siempre les es posible transferir parte de sus costos a los prestatarios. Este comportamiento va a afectar la competitividad del sistema financiero organizado en relación al no-organizado.

16.1 % mensual y entre 7.7 y 13.8% para empresas.<sup>10</sup> En 1982, el costo mensual de descontar una letra fluctuó entre 4.1 y 8.5%.

En el Cuadro 3 aparecen los estimados del costo del crédito de proveedores a consumidores para el período 1982-87, por tipo de producto, para seis casas comerciales. La primera conclusión que se puede obtener de este cuadro es que, en todos los casos, la tasa de interés supera al costo de un crédito en el MFO. Así, por ejemplo, en 1982 la tasa cobrada fluctuó entre 7.5 y 16.5% mensualmente, mientras que la tasa de interés ofrecida en el MFO era de alrededor de 5.4% al mes. En 1986, II, la primera fluctuó entre 3.5 y 20.6% y la del MFO fue inferior al 3% mensual.

La segunda conclusión se refiere a que existe una gran variabilidad en el costo del crédito de proveedores. Por ejemplo, en 1986 la tasa de interés pagada por la compra de una refrigeradora podía ser de 3.8% mensual en una tienda y de 22.4% en otra.

En tercer lugar, a partir de la información del Cuadro 3 se puede afirmar que existen períodos en que el costo del crédito de proveedores fue negativo en términos reales, como en los años 1985-87 para el caso de las dos primeras tiendas que ahí aparecen. También es importante anotar que estas mismas tiendas son las que muestran una mayor respuesta a los cambios en el costo del crédito del MFO.

Lo observado en el cuadro 3 se explica por la forma en que operan los proveedores. La gran mayoría de las empresas que venden al crédito lo hacen mediante letras de cambio que, a su vez, descuentan en su banco. De esta forma, mientras mayor sea el volumen de letras que el sistema financiero les permita descontar, menor podrá ser la tasa de interés exigida y mayor la respuesta de éstas a los cambios en el costo del crédito en el MFO. Este mayor acceso al MFO también explica por qué algunas empresas pueden prestar a tasas de interés negativas. El costo de oportunidad del dinero para la empresa proveedora es igual a lo que le cuesta obtener un préstamo del MFO, y ésta es fijada por el BCR por debajo de la inflación. El ahorrista en el MFO paga la diferencia.

---

10. Tanto Garrido-Lecca y O'Mara (1972) como Susano (1983) estiman tasas anuales. Estas han sido "mensualizadas" utilizando la fórmula de interés compuesto.

**Cuadro 3**

**Costos Efectivos de los Créditos Otorgados por las Casas Comerciales**  
(Costos Mensuales mínimos y máximos expresados en %)

Casa Comercial	Artículos Considerados	1982	1985	1986-I	1986-II	1987
Oechsle	Televisor, Refrigeradora, Cocina a gas	7.50	5.18	3.57 3.85	3.54 3.84	4.58 4.77
Scars	Televisor Refrigeradora, Cocina a gas	7.75		3.77 4.03	3.82 3.94	3.79 5.07
Yompian	Televisor, Refrigeradora,	13.38 16.57	19.93 20.27	13.53 22.41	18.84 20.59	16.83
Carsa	Televisor, Refrigeradora, Cocina a gas	12.89 13.62	15.18 24.50	15.45	15.44 15.49	8.66 11.35
Mavila	Televisor Refrigeradora, Cocina a gas		9.75 13.04	4.17 4.68	9.62 13.10	4.18 4.70

Fuente: Revista 1/2 de Cambio (Varios números)  
Encuesta realizada por GRADE en Febrero de 1987

El costo del crédito de proveedores es siempre superior a la tasa de interés del MFO. Este es el margen de ganancia que realiza la empresa productiva por este tipo de operación: es el "premio" obtenido por el riesgo asumido. Es evidente que quienes recurren a este tipo de crédito no tienen acceso al MFO.

En conclusión, las empresas que otorgan el crédito a proveedores obtienen una rentabilidad para sus activos bastante más elevada a la que podrían encontrar en el MFO. La consecuencia es que las empresas destinan una gran

proporción de su ahorro a financiar a sus clientes y no lo depositan en el MFO (véase el Cuadro 2). Las implicancias macroeconómicas de este fenómeno son bastante severas: la estabilidad económica y financiera de las empresas depende de la estabilidad de este mercado y el MFO intermedia una pequeña proporción del total del ahorro de las empresas.

### 3.3 Tasas de interés cobradas por los PI

En los Cuadros 4 y 5 se muestran las tasas mensuales que cobran los prestamistas. En ambos casos, estas tasas se obtuvieron como resultado de un proceso de entrevistas orientadas a descubrir las condiciones que afectan la oferta de crédito de los PI.

El Cuadro 4 muestra el resultado de las encuestas realizadas en el primer semestre de 1985, cuando las tasas de interés fijadas por el BCR venían incrementándose con la inflación. En el Cuadro 5, se muestran las tasas de

**Cuadro 4**

**Tasas de Interés Mensuales Cobradas por Prestamistas  
Urbanos en el Primer Semestre de 1985**

Monto prestado (miles de intis)	menor que 2	2 - 8	8 - 15	15 - 30	mayor que 30
Número de encuestas	8	12	10	7	7
Garantías requeridas	Aparatos Electrodom.	Aparatos Electrodom., joyería, oro, plata, autos	autos oro, joyería, casas	autos casas, hipotecas	casas, hipotecas
Tasa de interés nominal mensual préstamos en:					
intis	20 - 30%	25 - 30%	15 - 30%	15 - 30%	15 - 30%
dólares		5 - 8%	6.9 - 8%	5 - 10%	

Fuente: Elaboración propia, en base a encuestas realizadas por GRADE

Cuadro 5

**Tasas de Interés Mensuales Cobradas por Prestamistas  
Urbanos en el Primer Semestre de 1985**

Monto prestado (miles de intis)	menor o igual que 10	11 - 20	21 - 49	50 - 99	mayor o igual que 100
Número de encuestas	50	43	39	39*	31
Garantías requeridas	Aparatos Electrodom. joyería	Aparatos Electrodom., joyería, autos	Artefactos electrodom joyería, autos maquinarias, hipotecas	Artefactos electrodom., joyería, autos hipotecas	hipotecas
Tasa de interés nominal mensual préstamos en:					
intis *	12 - 35%	12 - 25%	10 - 25%	8 - 20%	7 - 15%
**	12 - 35%	11 - 27%	7 - 27%	7 - 27%	7 - 27%

\* Excluye comisiones. Estas son comparables con las obtenidas en 1985

\*\* Incluye comisiones

Fuente: Elaboración propia, en base a encuestas realizadas por GRADE

interés cobradas por los prestamistas en el segundo semestre de 1986. En intis reales, los montos de los créditos en los Cuadros 4 y 5 son similares, lo que permite comparar las tasas de interés en ambos cuadros. Es necesario recordar que 1986 fue un período en que las tasas de interés del MFO permanecieron congeladas e, inclusive, fueron reducidas.

En primer lugar, es preciso subrayar la diferencia entre el interés cobrado por los PI y aquél obtenido sobre un pagaré en el MFO, que es el costo del crédito alternativo. Medidos a diciembre de 1984, 1985 y 1986, el costo efectivo mensual de un pagaré fue de 5.8, 3.6 y 2.9%, respectivamente. Por su parte, la inflación promedio mensual, para estos mismos años, fue de 6.4, 8.2 y 4.2%, respectivamente. Las tasas de interés cobradas por los prestamistas representan entre 2 y 3 veces la ofrecida en el MFO. Más aun, medidas en términos reales, las tasas de interés cobradas por los PI son altamente positivas (más en 1985 que en 1986).

En segundo lugar, a pesar que las tasas de interés muestran una reducción entre 1985 y 1986 debido a la reducción de la inflación y a la disminución del costo del crédito en el MFO, éstas se redujeron menos que proporcionalmente a la experimentada en el MFO y a la inflación. Se observa una mayor reducción para los préstamos de montos mayores y una menor para los préstamos más pequeños.

Sobre la base de los resultados de la encuesta de 1986, es posible avanzar un poco más en la comprensión del comportamiento de los PI. En el cuadro 6 aparece la sub-muestra de PI que recurrieron a la captación de fondos,

**Cuadro 6**

**Tasas de Interés Activa y Pasiva de Prestamistas  
que captaron Ahorros del Público**

Monto prestado (miles de intis)	menor o igual que 10	11 - 20	21 - 49	50 - 99	mayor o igual que 100
Número de encuesta *	14	13	14	15	11
Número de Prestamistas que sólo captan de inversionistas **	11	11	12	13	10
Rango de Tasas de Interés (en%)					
Activa***	13.6 - 31.0	17.3 - 27.5	17.3 - 32.0	18.5 - 32.0	17.5 - 26.1
Pasiva	10.0 - 20.0	10.0 - 20.0	10.0 - 20.0	10.0 - 20.0	10.0 - 12.0
Diferencia	3.6 - 21.0	5.3 - 21.0	6.4 - 18.0	6.4 - 17.0	8.7 - 16.1

\* Sólo han sido incluidos los prestamistas que captaron ahorro del público

\*\* Los prestamistas captan recursos de "inversionistas" y "ahorristas".

Se diferencian en que los primeros aportan grandes sumas.

\*\*\* Incluye las comisiones y otros gastos

Fuente: Encuesta realizada por GRADE en el último trimestre de 1986.

las tasas de interés ofrecidas y el diferencial con respecto a la tasa activa.<sup>11</sup>

Para obtener fondos, los PI recurren a sus propios fondos, a inversionistas o a ahorristas. La diferencia entre las dos últimas formas de captar fondos es que los inversionistas apoyan elevados volúmenes de depósitos. Cuando los PI recurren a los inversionistas, sólo actúan como intermediarios y cobran únicamente una comisión por la intermediación. Esta, al igual que las tasas de interés, fluctúa según el monto del préstamo. Para préstamos inferiores a I/. 20 mil, la comisión fluctúa entre 3.6 y 11.1% ; para préstamos entre I/. 21 y I/. 99 mil, ésta fluctúa entre 6.4 y 11%;<sup>12</sup> y, para préstamos superiores a I/. 100 mil, las comisiones fluctúan entre 7.5 y 11.1%.

De los Cuadros 5 y 6, resulta evidente que los PI prefieren, en primer lugar, utilizar sus propios fondos y, cuando necesitan fondos adicionales, recurren a inversionistas, muy pocos recurren a ahorristas. Como se explica en la sección 4.2.2, esto les permite aceptar clientes de alto riesgo.

También es importante mencionar a propósito del Cuadro 6, el nivel de la tasa de interés pasiva y el diferencial entre las tasas activa y pasiva.

Primero, con respecto a la tasa de interés pasiva, es necesario recordar que son depósitos a muy corto plazo. Las comparables en el MFO son las cuentas corrientes y los depósitos de ahorro. Estos activos, en diciembre de 1986, ofrecían un interés mensual de 0.0% y 1.5%, respectivamente. Es decir, el MFNO ofrece un gran estímulo a los grandes ahorristas para salirse del MFO, que no es el caso de los pequeños ahorristas.

Segundo, el diferencial entre la tasa activa y la pasiva de los PI (véase el Cuadro 6) es muy indicativa. Esta equivale a  $\pi/D$  (asumiendo  $C=0$ ) en la ecuación (5), e indica la rentabilidad por unidad de depósito intermediado. Teniendo en cuenta los valores para  $k$ ,  $i^e$ ,  $i^d$  e  $i^p$ , en diciembre de 1986, el  $\pi/D$  del MFO se puede estimar en 1.5%. Es decir, la rentabilidad de los PI es mucho mayor que la obtenida por un intermediario en el MFO.

---

11. La diferencia entre la tasa activa que aparece en los Cuadros 5 y 6 es que, mientras las del Cuadro 5 no consideran las comisiones cobradas por los PI, las del Cuadro 6 si las incluyen. Las tasas activas del Cuadro 5 se calcularon de esta forma para hacerlas comparables con las del Cuadro 4. Cuando se realizó esta encuesta no se preguntó sobre las comisiones cobradas.

12. En este rango habían dos prestamistas que cobraban una comisión de 17.6% los que han sido excluidos por considerarlos fuera de lo común.

A pesar de lo arriesgado que resulta hacer este tipo de comparaciones, ello sugiere que existe un margen suficiente para el surgimiento de intermediarios en el MFO que estén dispuestos a asumir un mayor riesgo. La explicación obvia por lo que esto no sucede es la excesiva regulación y control del MFO pero, como se verá más adelante, esto también se debe a la renuencia de los intermediarios del MFO a asumir un mayor riesgo.

Antes de avanzar en esta discusión, es preciso dar respuesta a incógnitas como: ¿por qué aparecen estos prestamistas?; ¿qué determina que puedan cobrar estas tasas de interés?; ¿cómo se asegura que el número de clientes que no paguen sea el mínimo?; ¿es posible que los intermediarios del MFO compitan con estos prestamistas si se liberalizan las tasas de interés? A ello se dedica la siguiente sección.

#### **IV. DETERMINANTES DE LA SEGMENTACION DEL MERCADO FINANCIERO**

En la literatura sobre el tema se pueden encontrar dos hipótesis para explicar la aparición y desarrollo del MFNO. La primera, enfatiza el rol de los controles y regulaciones en la explicación de la segmentación del mercado financiero. La consecuencia es una mayor ineficiencia en la intermediación entre el ahorro y la inversión en general y en el funcionamiento de los intermediarios en particular. Exponentes de esta hipótesis son McKinnon (1973) y Shaw (1973).<sup>13</sup>

La segunda, atribuye esta segmentación al comportamiento mismo de los intermediarios y a factores institucionales. En el mercado financiero, a diferencia del mercado de bienes, la transacción entre ofertante y demandante no se inicia y culmina con la compra-venta del producto. En este mercado la transacción se inicia en el momento del desembolso del crédito y no culmina sino hasta que el prestatario haya pagado el íntegro del mismo. La característica básica de este mercado es el riesgo y la capacidad de los intermediarios para absorberlo. Unos van a estar más dispuestos que otros a aceptarlo. La segmentación es algo natural: surge del comportamiento mismo de las instituciones financieras y de la política financiera.<sup>14</sup>

---

13. Véase Thorne (1986), capítulo 1, para una discusión crítica de esta hipótesis.

14. Véase, principalmente, Stiglitz y Weiss (1981), Roe (1979) y Díaz-Alejandro (1985).



#### 4.1. El Rol de la Política de Tasas de Interés y de Encaje

Las regulaciones más importantes que enfrentan los intermediarios financieros en el Perú y las que mayor relevancia tienen en el desarrollo del MFNO son la política de tasas de interés y de encaje.

También son importantes las regulaciones de la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS) en el sentido que determinan el marco en que estas instituciones operan. Sin embargo, a diferencia de la política de tasas de interés y de encaje, éstas tienen un menor impacto sobre la rentabilidad y el comportamiento de corto plazo de las instituciones financieras <sup>15</sup>, además de haber permanecido relativamente invariables. <sup>16</sup>

Como fue discutido antes, la política de tasas de interés, de encaje y otras regulaciones, promueven el desarrollo del MFNO, principalmente, de dos formas: primero, al ofrecer una tasa de interés muy baja en relación a la del MFNO, induciendo a la desintermediación; y, segundo, al reducir la flexibilidad y margen de ganancia de los intermediarios, se reducen los incentivos para que éstos intermedien una mayor proporción del ahorro (v.gr. acepten mayor riesgo). Estos dos aspectos serán discutidos a continuación.

##### 4.1.1. La política de Tasas de Interés y el Ahorrista

Una forma de medir el efecto de la tasa de interés sobre el desarrollo del MFNO es utilizando la información sobre la porción del ahorro privado que se destina al MFNO ( $S_p^n$ ) y la oferta de servicios financieros de los PI.

En el Gráfico 4 aparece la evolución del  $S_p$  y  $S_p^n$  en relación al PBI y, en el Gráfico 5, la tasa de interés ponderada por todos los activos y la inflación para el período 1966-86. De la comparación de ambos gráficos es visible la relación entre  $S_p^n$  como proporción del PBI, la tasa de inflación y la tasa de interés real.

- 
15. Afecta la rentabilidad de las instituciones financieras en la medida que limita las funciones que cada institución puede efectuar, pero esta es un limitante más de largo plazo. Los limitantes de corto plazo como son los precios y costos (v. gr., política de tasas de interés y de encaje) son más importantes.
  16. Como ejemplo está el hecho que la Ley de Banco que rige el sistema financiero peruano data de inicios de la década del 30. Véase, Heraud, Carlos. *La Ley de Bancos* Mosca Azul Editores; Lima, 1979.

Gráfico 4

**AHORRO PRIVADO EN EL MFNO**  
(Como % del PBI).

% DEL PBI

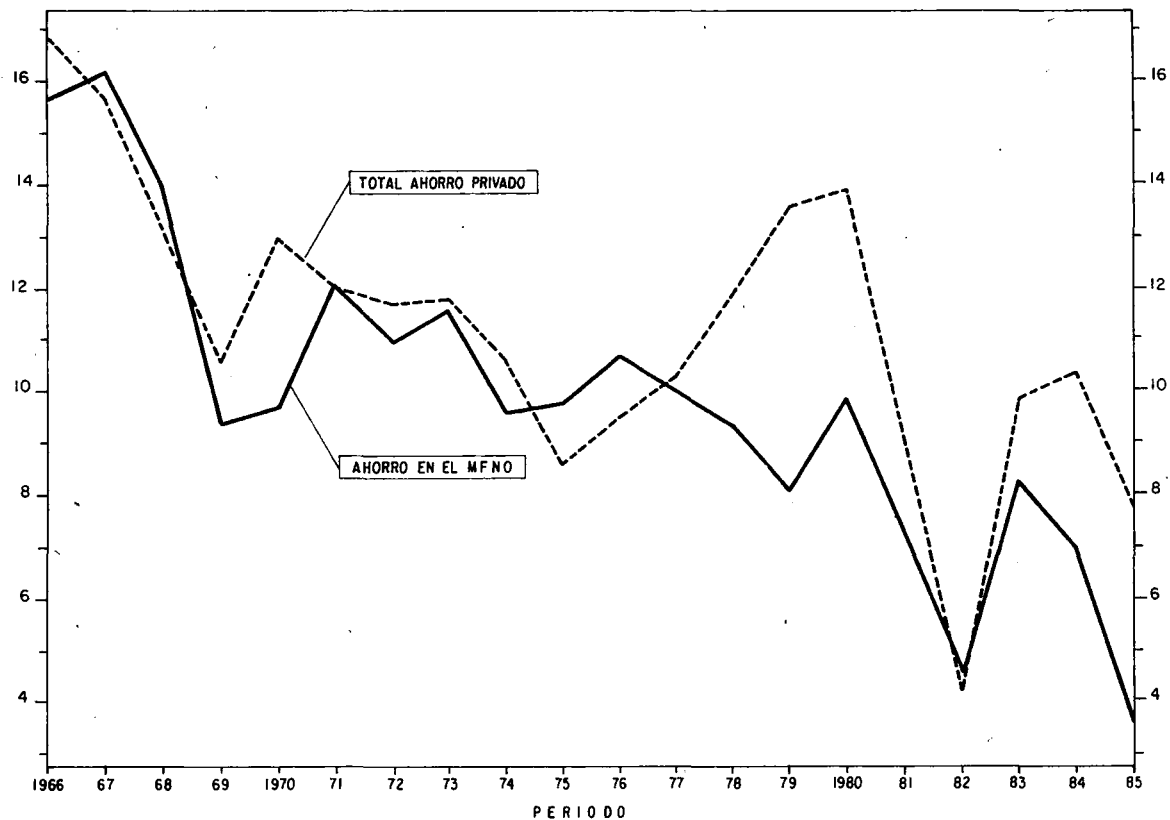
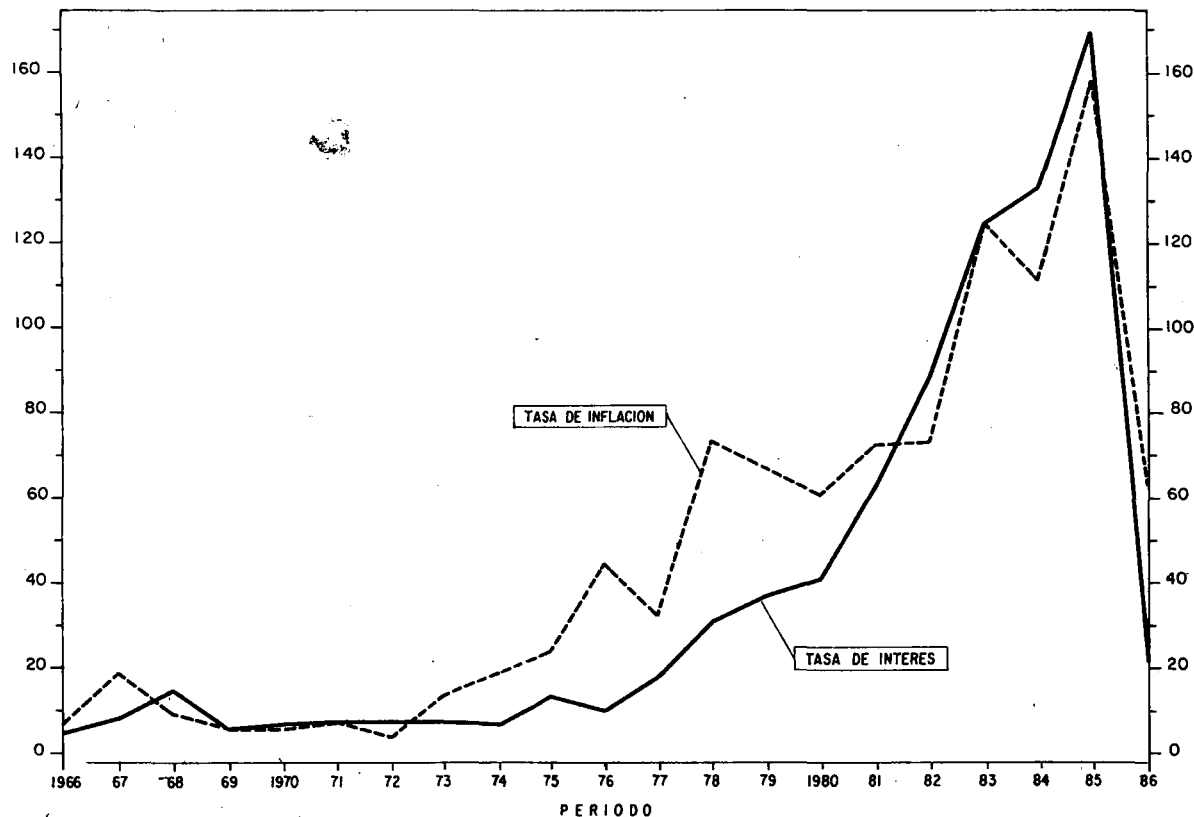


Gráfico 5

**TASA DE INTERES DEL MFO E INFLACION**  
(Ponderado con la Totalidad de Activas)

%



Con el objetivo de determinar el efecto que estas variables causan sobre el ratio  $S^n_p/PBI$ , se realizaron algunas regresiones. Las más significativas aparecen en el Cuadro 7. En la primera parte se muestran los resultados utilizando la tasa de interés real ponderada por todos los activos (RMNE), la ponderada por los activos denominados en moneda nacional (RMN) y la inflación (INFL). En la segunda, utilizando las tasas nominales, IMNE y IMN respectivamente. En términos estadísticos, los mejores resultados son las ecuaciones (1) y (3) del Cuadro 7.

**Cuadro 7**

**Regresiones para SFNO/PBI, 1986 - 85**

**a) Tasa de Interés Real**

$$(1) \text{ Log } (S^n_p/PBI) = 14.3 - 0.01RMNE - 0.003P - 0.95\text{Log } (PBI) \\ (4.43) \quad (0.004) \quad (0.001) \quad (0.357)$$

$$R^2 = 0.75 \quad SE = 0.189 \quad DW = 1.93 \quad \bar{X} = 2.23 \quad SD = 0.35$$

$$(2) \text{ Log } (S^n_p/PBI) = 12.2 - 0.011RMN - 0.006P - 0.78\text{Log } (PBI) \\ (4.23) \quad (0.007) \quad (0.0016) \quad (0.34)$$

$$R^2 = 0.75 \quad SE = 0.194 \quad DW = 1.86 \quad \bar{X} = 2.23 \quad SD = 0.35$$

**b) Tasa de Interés Nominal**

$$(3) \text{ Log } (S^n_p/PBI) = 12.52 - 0.004IMNE - 0.81\text{Log } (PBI) \\ (3.56) \quad (0.001) \quad (0.285)$$

$$R^2 = 0.74 \quad SE = 0.187 \quad DW = 1.89 \quad \bar{X} = 2.23 \quad SD = 0.35$$

$$(4) \text{ LOG } (S^n_p/PBI) = 11.63 - 0.0037IMN - 0.0017e - 0.73\text{Log } (PBI) \\ (4.21) \quad (0.003) \quad (0.0014) \quad (0.73)$$

$$R^2 = 0.71 \quad SE = 0.204 \quad DW = 1.75 \quad \bar{X} = 2.23 \quad SD = 0.35$$

Las conclusiones más relevantes de este cuadro son:

- (i) Los determinantes más importantes del  $S_p^n$  son la tasa de interés (real o nominal) ponderada por la totalidad de los activos (RMNE y IMNE), la inflación y el ingreso. Este último medido por el coeficiente del PBI.
- (ii) La elasticidad-ingreso es siempre negativa y cercana a uno (entre  $-0.95$  y  $-0.8$ ), lo que indica que este mercado se desarrolla especialmente en períodos recesivos y se contrae en períodos de crecimiento. Esta variable es el determinante más importante.
- (iii) Un aumento en la tasa de interés (real o nominal) causa una reducción en la proporción del ahorro privado que fluye hacia el MFNO. Por ejemplo, tomando los valores de la ecuación (1) en el Cuadro 7 y asumiendo que la inflación en 1987 fluctuará alrededor del 100% <sup>17</sup> y que la tasa de interés nominal con respecto a 1986 no varía, se puede mostrar que  $S_p^n$  aumentará en 3% aproximadamente. Por el contrario, si se asume que la tasa de interés real llega a cero, el ahorro destinado al MFO podría aumentar en cerca al 100%.
- (iv) El efecto de la inflación no es muy claro y se vuelve prácticamente imposible de desligarlo de cambios en la tasa de interés (nominal y real). Sin embargo, donde más claro aparece —ecuación (1)—, su efecto neto es el de estimular el desarrollo del MFNO al hacer la tasa de interés real más negativa.

En síntesis, los resultados econométricos obtenidos permiten concluir que los factores que más estimulan el desarrollo del MFNO son: una inflación alta, una tasa de interés en el MFO relativamente baja y una reducción en el ingreso.

Otra forma de identificar los determinantes del desarrollo del MFNO es utilizando la serie sobre oferta de servicios de los PI. Antes, es necesario señalar que, a diferencia de  $S_p^n$ , ésta es la oferta de créditos en un sub-mercado del MFNO. Lo interesante es que se trata de la porción del MFNO más informal y cuyos clientes son, en su mayoría, informales productivos.

En el Gráfico 1 se muestra la evolución de la oferta de los PI y en el

---

17. La inflación en 1987 fue de 114%. Este trabajo fue elaborado en agosto, 1986.

Gráfico 2 la de las tasas de interés ponderadas y la inflación. Las regresiones más significativas aparecen en el Cuadro 8.

**Cuadro 8**

**Regresiones para Oferta de Prestamistas Informales,  
1976:2 - 1986:4**

---


$$(1) \text{ Log (PI) } = 11.2 + 0.006P (-1) + 0.01p (-4) - 1.76\text{Log (PBI)}$$

(4.91)
(0.001)
(0.001)
(0.849)

$$R^2 = 0.897 \quad SE = 0.199 \quad DW = 1.46$$

$$(2) \text{ Log PI } = 15.5 + 0.012P (-4) + 0.003\text{IMNE} (-1) - 2.48\text{Log (PBI)}$$

(6.64)
(0.001)
(0.0006)
(0.80)

$$R^2 = 0.898 \quad SE = 0.199 \quad DW = 1.49$$

$$(3) \text{ Log (PI) } = 14.1 + 0.004P (-1) + 0.011P (-4) + 0.005\text{RMNE}$$

(5.25)
(0.001)
(0.001)
(0.0035)

$$- 2.25\text{Log (PBI)}$$

(0.90)

$$R^2 = 0.897 \quad SE = 0.199 \quad DW = 1.46$$


---

Las conclusiones más importantes son:

- (i) La inflación, es después del ingreso, el determinante más importante de la oferta de crédito de los PI. Una mayor inflación estimula el desarrollo de este mercado. Por ejemplo, si la inflación pasa de 70% al 100% en un año, la oferta de los PI aumentaría en cerca al 50%.
- (ii) El ingreso afecta negativamente a la oferta de los PI. La elasticidad-ingreso de esta oferta es menor que -1, lo que sugiere que este mercado se desarrolla, principalmente, para atender a los prestatarios que demandan créditos en épocas recesivas: es un crédito de último recurso. Esto también se refleja en su característica de ser créditos de muy corto plazo.

- (iii) La tasa de interés nominal y real, a diferencia de los resultados del Cuadro 7, muestra un efecto positivo. Es decir, aumentos en la tasa de interés en el MFO estimulan la oferta de los PI. En el caso de la tasa nominal (IMNE), esto es comprensible debido a la colinearidad entre ésta y la inflación.<sup>18</sup> Este no es el caso de la tasa de interés real (RMNE).<sup>19</sup>

La diferencia en el efecto que causa la tasa de interés sobre  $S_p^n$  y sobre la oferta de los PI tiene que ver, primero, con las características de las variables utilizadas.

Mientras que la primera es la oferta de fondos de los ahorristas, la segunda es una oferta de crédito de los prestamistas. De haberse utilizado los fondos depositados por los inversionistas y/o ahorristas con los PI, el efecto de la tasa de interés muy probablemente hubiese sido negativo, al igual que con  $S_p^n$ .

Segundo, los prestatarios que recurren a los PI lo hacen porque no tienen acceso al MFO, debido a que son clientes muy riesgosos.<sup>10</sup> Es decir, los PI se hallan en una situación de monopolio y enfrentan un exceso de demanda, lo que les permite subir su tasa de interés cuando aumenta la del MFO.

La conclusión de este ejercicio econométrico es que períodos de alta inflación y de recesión estimulan decisivamente el desarrollo del MFNO, especialmente cuando no se ajusta la tasa de interés por la inflación.

La política de tasas de interés resulta ser un instrumento fundamental para reasignar el ahorro en favor del MFO. Los resultados sugieren que su efecto es muy significativo pues, a pesar de que una gran proporción no es intermediada por el MFO, su desarrollo depende de la política de tasas de interés. Más importante aún, los resultados permiten concluir que el desarrollo del MFNO depende del éxito de la política económica para controlar la inflación y provocar el crecimiento.

---

18. Recuérdese que la tasa de interés en el Perú es ajustada con la inflación.

19. Nótese que el coeficiente es muy pequeño y que sólo es estadísticamente significativa al 10% nivel de significancia.

20. Posteriormente se discutirá porque los PI si pueden asumir este riesgo.

#### 4.1.2. El Rol de Encaje

La ecuación (5) provee un marco conceptual útil para comprender los efectos que causan los controles y la política de encaje sobre los intermediarios financieros. Por este motivo, se expande esta ecuación de forma que incluya la tasa de encaje sobre los depósitos denominados en moneda extranjera ( $k^e$ ) y nacional ( $k^n$ ) expresados como fracción del total de depósitos:

$$(5a) \pi/D = i^p (1 - k^e - k^n) + i^{ee} k^e + i^{en} k^n - i^d - C/D;$$

Donde: Las variables son como se definieron antes, así como  $i^{ee}$  y  $i^{en}$  son la tasa de interés sobre el encaje en moneda extranjera y nacional, respectivamente.

De la ecuación (5a) resulta evidente la importancia de la política de tasas de interés y de encaje para la rentabilidad y comportamiento bancario. En el Perú el BCR (la autoridad monetaria) fija las máximas tasas de interés activas y pasivas, el interés pagado sobre el encaje y el monto de encaje. Es decir, la autoridad monetaria controla la rentabilidad bancaria. La única forma en que los bancos podrían aumentar su rentabilidad es estimulando el volumen de depósitos de los ahorristas pero, aún en este caso, las autoridades monetarias controlan su principal determinante:  $i^d$ .

De esta forma, la política monetaria no sólo influye sobre el mercado monetario (v.gr., oferta y demanda por dinero), sino que, también, influye sobre el funcionamiento de los bancos. Los instrumentos disponibles pueden ser utilizados para estimular la eficiencia y competitividad bancaria o para entorpecer su funcionamiento.

La política de encaje ha variado mucho en el Perú. Hasta mediados de la década del 70 y a partir de mediados de 1985, se utilizó el encaje como instrumento de control de la expansión monetaria y como un mecanismo para obtener recursos adicionales para el sector público.

Desde mediados de la década del 70 y, en especial, desde comienzos de la década del 80, el énfasis se puso en reducir el encaje e incrementar su rendimiento. Con esto se quiso mejorar la eficiencia bancaria. Desde 1980 y, en particular, entre setiembre de 1983 y julio de 1985, las autoridades les permitieron a los bancos fijar —con ciertas restricciones— el margen entre la tasa activa y la pasiva y, también, les redujeron el encaje en moneda nacional e incre-



mentaron la tasa de interés pagada sobre el encaje. La intención fue estimular la competencia y eficiencia bancaria mediante la liberalización del mercado financiero. El objetivo final era reducir la importancia del MFNO.<sup>21</sup>

En el Cuadro 9 aparecen las tasas de encaje promedio sobre el total de obligaciones sujetas a encaje (TOSE) para aquéllas denominadas en moneda nacional, moneda extranjera y el excedente de encaje sobre el exigido como proporción del total de encaje para el TOSE en moneda extranjera, nacional y el total. Este último indica la porción del encaje que es determinada voluntariamente por los bancos y cuando ello ocurre por decisión de la autoridad monetaria.

De este cuadro se puede concluir lo siguiente: en promedio, el encaje muestra un fuerte aumento entre 1981 y 1986. En los últimos años, éste es mayor al 60% del TOSE. Para el período entre 1980 y mediados de 1985, esto se debe a la política de encaje sobre el TOSE denominado en moneda extranjera y a la rápida dolarización experimentada entre 1981-85 (véase el Gráfico 6).

Sólo una pequeña proporción de este aumento se explica por una decisión voluntaria de los bancos. Los años en que ésta fue mayor, entre 1983 y 84, no pasó del 17% del total del encaje. Esta aumenta debido al alto costo del crédito en esta moneda con respecto al crédito en soles, al alto riesgo implícito en el alto costo del crédito y al alto rendimiento del encaje en moneda extranjera.

Entre 1980 y 85, el encaje sobre el TOSE denominado en moneda nacional es moderado en relación al experimentado en la década del 70<sup>22</sup>. Esto refleja el cambio de política experimentado entre 1980 y 1985. A partir de agosto de 1985, la política cambia nuevamente y el encaje en moneda nacional aumenta. A partir de este período, fue el encaje en moneda nacional el que hace aumentar el encaje total y el encaje en moneda extranjera inicia su declinación (véase el Cuadro 10).

En resumen, entre 1980 y 1985, la alta dolarización, el alto costo del crédito en moneda extranjera y la política de los bancos de aumentar su encaje

---

21. Véase documentos y discursos publicados por el BCR. Según éstos, el objetivo era aumentar el ahorro financiero.

22. Véase, German de la Melena, *Reforma del sistema financiero*. BCR: Lima, 1973.

**Cuadro 9**  
**Situación de Encaje de los Bancos Comerciales**  
**(Promedio trimestral)**

PERIODO	MONEDA NACIONAL*		MONEDA EXTRANJERA*		TOTAL**	
	Encaje	Excedente/	Encaje	Excedente/	Encaje	Excedente/
	Efectivo (%)	Fondos (%)	Efectivo(%)	Fondos(%)	Efectivo(%)	Fondos(5)
	1/	2/	1/	2/	3/	2/
1978			12.93	16.31		
1979			14.68	8.11		
1980			50.11	5.59	18.58	2.00
1981			59.41	4.91	29.10	2.50
1982			63.91	4.83	36.41	3.80
1983			65.49	8.78	37.00	17.00
1984***	13.48	8.16	72.55	13.42	66.93	13.08
1985	39.55	9.88	72.88	6.27	64.24	7.60
1986	63.27	7.07	58.78	10.69	62.36	8.07
1984						16.08
III	10.27	10.54	72.56	16.38	67.65	9.03
IV	16.12	6.91	74.82	9.22	68.55	
1985						
I	20.41	3.99	75.97	6.14	69.98	5.99
II	24.12	3.55	75.82	6.37	69.94	6.18
III	36.71	11.31	71.59	5.82	63.00	7.95
IV	55.46	11.18	68.10	6.82	62.11	9.50
1986						
I	64.41	11.94	67.53	16.99	65.43	14.00
II	64.19	9.12	58.39	8.76	62.93	9.04
III	63.78	6.08	54.25	5.32	62.26	5.98
IV	61.48	3.43	51.24	7.38	60.14	4.40
1987						
I	60.05	2.09	51.03	9.01	58.99	4.61

Fuente: BCR, La Política de Encaje en Moneda Extranjera en el Perú: 1978-1984, Lima, julio de 1985;  
BCR, Notas Semanales, Lima; y Superintendencia de Banca y Seguros, Informes Trimestrales, Lima.

\* Es el promedio trimestral y/o anual de la situación de encaje reportada por 24 bancos comerciales.

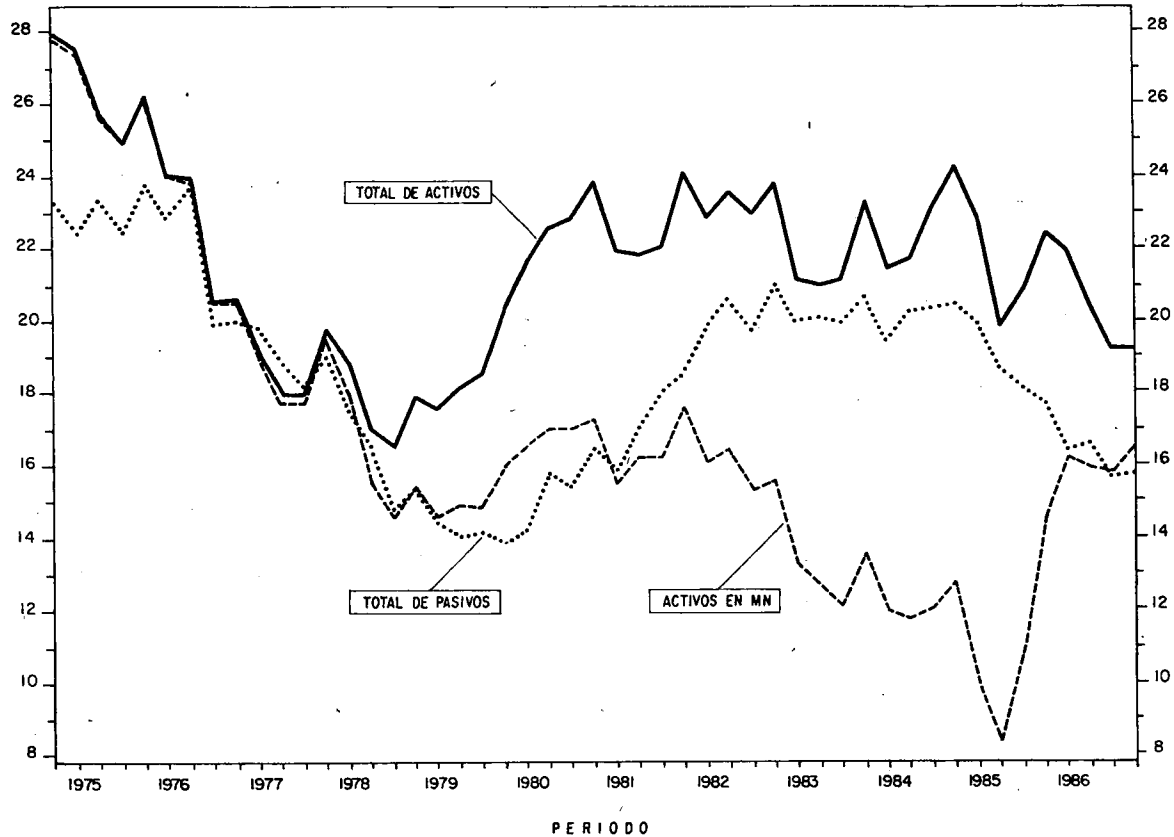
\*\* Para el período 1980-83 es la situación del encaje medida a diciembre.

\*\*\* Estimado para el período julio a diciembre. (1) Se refiere a los fondos de encaje sobre el TOSE. (2) Es el excedente de encaje sobre el total de fondos de encaje. (3) Para el período 1980 - 83 es el total total de fondos de encaje sobre el total de depósitos y obligaciones más el patrimonio.

Gráfico 6

**TOTAL DE ACTIVOS Y PASIVOS**  
(Como % del PBI)

% DEL PBI



Cuadro 10

**Tasas de Retorno sobre los Activos y Pasivos  
Bancarios, de Encaje y Margen de Utilidad**

Período	Inflación Anualizada (per-per.)	Tasa de Interés Pasiva	Tasa de Interés Activa	Margen Bancario I	Encaje como Ratio de los depósitos			Margen Bancario II
					k	ke	kn	
77-IV	32.4	12.76	24.0	11.24				
78-IV	73.7	34.59	46.9	12.31				
79-IV	66.7	31.84	53.6	21.76				
80-IV	60.8	37.80	57.2	19.40	0.186	0.091	0.095	16.93
81-IV	72.7	54.29	85.4	31.11	0.291	0.168	0.123	25.50
82-IV	72.9	77.00	89.4	12.40	0.364	0.303	0.061	18.52
83-IV	125.1	109.58	118.0	8.42	0.370	0.303	0.067	18.63
84-IV	111.5	116.14	119.1	2.96	0.669	0.606	0.064	24.36
85-IV	158.3	121.28	138.2	16.92	0.642	0.476	0.166	50.27
86-IV	62.9	17.19	31.9	14.71	0.624	0.126	0.498	5.98

Fuente: BCR, Memorias, Las Cuentas Financieras y las Tasas de Interés en el Sistema Financiero.

(\*) Conceptos corresponden a los definidos en el texto

hicieron que el nivel de intermediación se reduzca. Desde 1981, el sistema financiero intermedió entre el 60 y 40% del total de depósitos, a pesar que la intención fue, precisamente, la opuesta. A partir de agosto de 1985, las causas cambian y la intermediación mantiene su bajo nivel debido al alto encaje sobre las obligaciones en moneda nacional impuesto por las autoridades monetarias.

Los efectos de la política de encaje sobre la rentabilidad bancaria pueden observarse en el Cuadro 10, el cual presenta estimados de la tasa de interés activa ( $i^P$ ), pasiva ( $i^d$ ), tasa de encaje promedio sobre el total de obligaciones ( $k$ ), sobre las obligaciones en moneda extranjera ( $k^e$ ) y moneda nacional ( $k^n$ ), expresadas sobre el total de obligaciones sujetas a encaje. También aparecen en este cuadro dos estimados de la utilidad bruta promedio ( $\pi/D + C/D$ ), v. g., margen bancario I y II. Para el primero, se asume que  $k^e = k^n = 0$ , y para el

segundo se utilizan los promedios de  $k^e$  y  $k^n$  <sup>23</sup> y estimados para  $i^e$  y  $i^n$ . <sup>24</sup>

La diferencia entre el margen bruto I y II es un indicador aproximado del sesgo que causa la política de encaje sobre la rentabilidad bancaria. La conclusión es que la política de encaje aumentó la rentabilidad bancaria entre 1982. IV - 1985. IV y la disminuyó para el período 1980. IV - 1981. IV y desde 1985. III. Este cambio se explica, fundamentalmente, por dos razones: (i) la alta rentabilidad del encaje en moneda extranjera y (ii) el cambio en la política de encaje. Desde 1985, no sólo se aumenta el encaje en moneda nacional sino que, también, se reduce su rendimiento.

Así por ejemplo, se tiene que entre 1983 y 1985 la fuerte devaluación en relación a la tasa de interés sobre los depósitos denominados en moneda nacional, estimuló a los ahorristas a preferir los depósitos en dólares y, dada la alta tasa de encaje sobre estos depósitos, la política de encaje tiene como resultado un aumento en la rentabilidad bancaria.

Esto resulta evidente cuando se compara el período en que el ritmo de devaluación fue menor (1981 - 82 y 1985. III - 86) con el período en que ésta fue relativamente alta (1983-85). Mientras que, para el primer período, la política de encaje provocó una caída en el rendimiento bancario, en el segundo éste aumentó notablemente.

En ambos períodos el efecto de esta política fue el de desincentivar al sistema financiero a intermediar una mayor proporción del ahorro. (En promedio, el sistema financiero intermedió cerca del 50% del total de depósitos captados) En el período en que la devaluación fue más alta, porque hizo a los bancos más rentables sin que ésta se derive de su mayor actividad y porque

---

23. Los  $k^e$  y  $k^n$  son los que aparecen en el Cuadro 9 y 10, y son estimados del encaje de los bancos comerciales. Desafortunadamente, estos fueron los únicos estimados que se pudieron construir con la información disponible y reflejan promedios anuales sobre la información diaria presentada al BCR por 24 bancos comerciales.

24. La información sobre la tasa de interés pagada sobre el encaje es muy escasa, por lo que se optó por asumir que el BCR paga la tasa de interés de ahorro sobre el encaje en moneda nacional y la tasa LIBOR (3 meses) sobre el encaje en moneda extranjera. La información disponible sobre las tasas de interés pagadas sobre el encaje sugiere que este supuesto es bastante realista. En el futuro habría que mejorar estos estimados.

aumentó el riesgo para los bancos. En el período en que la devaluación fue menor, porque la alta tasa de encaje hizo poco atractivo y rentable la captación de recursos adicionales. El resultado, en ambos casos, fue el desincentivar al MFO a absorber una mayor proporción del ahorro privado y estimular el desarrollo del MFNO.

En conclusión, la política de tasas de interés y de encaje, junto con la alta inflación y devaluación experimentada desde mediados del 70, estimularon la ineficiencia de los intermediarios financieros del MFO y, consecuentemente, el desarrollo del MFNO.

#### **4.2. El Riesgo y el Mercado Financiero**

Hasta el momento se ha discutido la manera cómo la política de tasas de interés y de encaje han provocado una reducción en la proporción del ahorro privado intermediado por el SFO y desincentivado la eficiencia de los intermediarios del SFO.

Esta explicación, sin embargo, ayuda poco a entender el surgimiento del MFNO, siendo más útil como explicación de la ineficiencia del SFO. Para que se desarrolle el MFNO no sólo es necesario que los intermediarios del SFO sean desincentivados sino que aparezca una alternativa.

El surgimiento del MFNO se explica por la peculiaridad del mercado financiero y el comportamiento de los intermediarios financieros. Es decir, la segmentación del mercado financiero y la razón por la que los intermediarios recurren al racionamiento del crédito se explica por la forma en que se comportan los intermediarios financieros y por los controles que las autoridades imponen sobre éstos.

En esta sección se discute esta explicación. En la primera parte, se explica por qué los intermediarios recurren al racionamiento del crédito y cómo es que los controles fomentan este tipo de comportamiento. En la segunda parte, se describe cómo es que los intermediarios del MFNO, a pesar de cobrar tasas de interés más altas y de extender créditos a prestatarios altamente riesgosos, logran garantizar el repago de sus créditos.

#### 4.2.1 Los Intermediarios Financieros y el Riesgo

La característica de los intermediarios financieros de intermediar riesgo hace al mercado de crédito distinto a cualquier otro mercado, y obliga a los intermediarios a efectuar algún tipo de selección (v.gr., racionamiento) a parte de la efectuada por la tasa de interés. Este racionamiento determina que primero sean atendidos los clientes menos riesgosos (que garanticen de mejor manera el repago) y que los más riesgosos sean atendidos al último.

Los clientes que presenten menor riesgo tendrán más acceso al crédito que aquéllos que presenten más riesgo. La división entre clientes riesgosos y no riesgosos es, hasta cierto punto, arbitraria y depende de la evaluación que los intermediarios realicen.

Es conocido que los intermediarios financieros tienen como objetivo el minimizar el riesgo y maximizar el retorno. Ello quiere decir que a una tasa de interés dada, deberían elegir entre el universo de demandantes de crédito, a aquéllos que garanticen el menor riesgo en términos de pago. Ello se explica porque por la otra ventanilla tienen que pagar los intereses de los depositantes.

En un mercado sin restricciones sobre la tasa de interés, la tasa de interés cobrada a cada cliente estará relacionada con el riesgo involucrado. Clientes más riesgosos tendrán que pagar más por sus créditos. Usualmente, este riesgo se mide en términos de las garantías que puede ofrecer cada prestatario y, por supuesto, en base a su historia crediticia pasada. Mientras más líquidas sean las garantías que puedan ofrecer (rapidez con que se realiza la venta), menor será el riesgo del prestamista. De esta forma, los intermediarios aseguran el pago de los intereses de los depositantes.

La mayor tasa cobrada a los clientes más riesgosos sirve para compensar a los prestamistas por extender créditos a estos clientes, para enfrentar posibles gastos judiciales o, simplemente, para poder conseguir fondos adicionales. Un intermediario nunca le va a prestar dinero a un cliente que sabe que no le va a pagar. Para asegurarse de ello es que utilizan las garantías.

En países como el Perú en que la gran mayoría de los demandantes de crédito no cumple con los requisitos de garantías líquidas usualmente solicitados por los bancos, los intermediarios financieros no son estimulados a aumentar la oferta de crédito y, en consecuencia, el exceso de demanda en relación a la oferta presiona sobre el MFNO. Esto también explica las altas tasas de interés que predominan en este mercado.

Si, además, la tasa de interés es fijada de acuerdo a ley por debajo del nivel de equilibrio de mercado (como sucede en el Perú) y la tasa de encaje es alta, ocurren tres cosas.<sup>25</sup>

Primero, la oferta de fondos a disposición de los intermediarios estará restringida y, usualmente, será menor a la demanda. Ello significa que los intermediarios tendrán que recurrir, aun más, al racionamiento de crédito como forma de elegir a sus clientes.

Segundo, no existe la compensación al intermediario cuando éste incurre en mayores riesgos al prestarle a clientes que no satisfagan las condiciones de poseer una historia crediticia o las garantías líquidas requeridas. Es decir, no existe el estímulo para prestarle a los clientes más riesgosos.

Tercero, una alta tasa de encaje reduce el monto de préstamos en relación a los depósitos captados. O sea, la política de encaje beneficia a los intermediarios en la medida que no los obliga a prestar a la porción mas riesgosa del mercado.<sup>26</sup>

Los perjudicados de este entorno son los prestatarios que no pueden acceder al crédito, los ahorristas que depositan sus activos en el SFO y la sociedad en su conjunto: se sacrifica el ahorro, inversión y el crecimiento económico. Los prestatarios que no logran acceder al crédito en el SFO y los depositantes cuyos ahorros se deprecian van a presionar sobre el MFNO.

En conclusión, el surgimiento del MFNO se explica por la forma en que los intermediarios del MFO seleccionan a sus clientes, es decir, por el uso del racionamiento de crédito. Este es utilizado cuando el riesgo percibido por los intermediarios es alto, pero se vuelve más importante cuando la tasa de interés es controlada y cuando existe una tasa de encaje muy alta. Como se

---

25. Esto no quiere decir que la tasa de encaje tiene que ser cero. Véase, por ejemplo, Courakis (1984) y la discusión en la sección V.

26. Si bien la política de encaje es determinada por el BCR, la opinión de los bancos es un factor muy importante. En consecuencia, si ésta fuera adversa a los intereses de los bancos, éstos serían los primeros en cuestionarla. Por ejemplo, el Cuadro 9 sugiere que en el período en que hubo mayor riesgo (1983-85), aún cuando el encaje era alto, los bancos redujeron, aún más, la oferta de préstamos aumentando su encaje voluntario. También es importante señalar que el sector público es beneficiario de una tasa de encaje alta, pues obtiene fondos (vía el BCR) a tasas de interés inferiores a las que se obtendría de otro modo.



mostró en la sección anterior, mientras menor sea el nivel de la tasa de interés en relación a la inflación, mayor será el MFNO. Lo mismo sucede con una tasa de encaje alta.

#### 4.2.2 El Riesgo y los Prestamistas

De lo argumentado anteriormente, es posible afirmar que el MFNO surge cuando aparecen intermediarios que: (i) están dispuestos a aceptar prestatarios con alto riesgo; (ii) ofrezcan tasas de rendimiento sobre los depósitos mayores a las que prevalecen en el SFO; (iii) asuman el riesgo de actuar ilegalmente cuando la tasa de interés es controlada.

Para avanzar en la comprensión del MFNO y como ilustración de la importancia del riesgo en el mercado financiero, es importante comprender como es que estos intermediarios logran asegurar el repago de sus préstamos, a pesar de que cobran tasas de interés altas, aún en relación a la inflación (véanse los Cuadros 4 al 6) y que aceptan prestatarios con alto riesgo.

Como ejemplo se describe el caso de los PI, pero el crédito a proveedores funciona de una manera parecida. Antes, es importante afirmar que la misma existencia de estos intermediarios indica que es posible diseñar mecanismos institucionales que permitan un mayor acceso al crédito.

Del estudio realizado sobre los prestamistas, se pueden identificar hasta tres características que garantizan que los prestatarios paguen sus deudas. Primero, los PI enfrentan prestatarios que están dispuestos a pagar una tasa de interés bastante más alta a la fijada por la ley. En este mercado existe un exceso de demanda por créditos, lo que coloca a los PI en una situación monopólica y les permite trasladar al prestatarios el íntegro de su riesgo (riesgo de prestamista).

Segundo, el carácter ilegal determina que sea un mercado muy segmentado y personalizado.<sup>27</sup> El crédito es otorgado en base al análisis de cada caso y en la medida que el prestamista crea poder asegurar el repago del crédito (en un inicio, ésta es una evaluación altamente subjetiva).

Tercero, la forma en que el prestamista logra asegurar el repago y la ma-

---

27. Existen algunos intermediarios en el MFNO —como es el caso del crédito a proveedores— que cobran tasas mayores a las permitidas sin contravenir la ley.

nera como transfiere su riesgo al prestatario es a través del uso de las garantías. En el caso de los créditos de los PI, éstos solicitan de los prestatarios lo siguiente: (i) un bien o bienes en garantía, siendo los PI quienes determinan el tipo de bienes a ser utilizados como garantías así como su precio, el que siempre es inferior al de mercado); <sup>28</sup> (ii) que el prestatario firme un contrato compra-venta por la garantía al precio fijado por el PI. Esto se efectúa antes de la firma del contrato de préstamo.

En el Cuadro 11 aparecen los bienes exigidos como garantías según el monto del préstamo y el nivel de subvaluación. Los PI subvalúan las garantías de dos maneras: (i) fijando el precio del bien en el contrato de compra-venta por debajo del precio de mercado; y (ii) asegurándose que el máximo valor del crédito concedido sea inferior al valor del bien que aparece en el contrato de compra-venta. Debido a la dificultad de estimar el 'precio de mercado', sólo se obtuvo estimados del valor del crédito con respecto al valor del bien según el contrato de compra-venta (parte ii de la subvaluación).

**Cuadro 11**

**Subvaluación de los Préstamos por parte de los Prestamistas  
(Ratio entre el monto del préstamo y el valor de la garantía  
asignado por el prestamista, expresado en %)**

Garantías Solicitadas	Monto Prestado (en miles de Intis)				
	menor o igual que 10	11 - 20	21 - 49	50 - 99	mayor o igual que 100
Artefactos	20 - 70	20 - 70	25 - 50		
Joyas	20 - 85	30 - 85	35 - 75**		
Autos		10 - 50*	25 - 60		
Hipotecas				30 - 90	30 - 90

Fuente: Elaboración propia en base a la encuesta realizada por GRADE

(\*) Prefieren utilizar joyas como garantías.

(\*\*) Prefieren utilizar autos como garantías.

28. 'Precio de mercado', es aquél que el prestatario podría obtener si él quisiera vender el bien.

De esta forma, si el prestatario deja de pagar el préstamo, su costo será superior al valor del préstamo más los intereses (v.gr. monto adeudado). Esto es posible porque la garantía es valuada a un precio inferior al de mercado y porque sólo se ha reconocido una proporción del valor total de la garantía. Más aún, el PI se asegura de que los bienes utilizados como garantía sean de fácil venta.

En el Cuadro 11 es interesante observar que, mientras mayor el monto del crédito, más valiosa es la garantía requerida y menor es la subvaluación de la misma (parte ii). Más aún, en los Cuadros 4 al 6 se puede observar que, a mayor sea el monto del préstamo, menor será la tasa de interés cobrada.

Esto se explica porque las garantías solicitadas son más valiosas para los prestatarios y por las economías de escala en préstamos grandes. Lo que indica que los créditos de menor valor son los más riesgosos, lo cual se expresa en el alto nivel de subvaluación y en el de las tasas de interés.

Del análisis de Bhaduri (1977), el costo efectivo para el prestatario se puede expresar como en la ecuación (6):

$$(6) \quad r^1 = i^1 (1 - q) + (z - 1) q;$$

Donde:  $r^1$  es la tasa de interés efectiva para el prestatario;

$i^1$  es la tasa de interés acordada entre el prestamista y el prestatario (Véanse los Cuadros 4 y 5);

$q$  es la proporción del crédito incumplida;

$z$  es la razón entre el precio de mercado y el que aparece en el contrato de compra-venta.

La ecuación (6) indica que si el prestatario paga el crédito en su totalidad ( $q=0$ ), según lo contratado con el PI, el costo será  $i^1$  como fue acordado y que si no puede pagar una parte ( $q>0$ ), entonces su costo aumentará proporcionalmente con la subvaluación efectuada por el prestamista y, en consecuencia, el prestamista obtendrá una ganancia adicional equivalente a  $qz$ . Es, pues, bastante claro de esta exposición que, a mayor sea la proporción del crédito no pagada, mayor será el retorno para el prestamista y mayor la tasa de interés para el prestatario. De esta forma, el prestamista se asegura de, al menos, recobrar su capital.

Estas características sugieren que es poco probable que los interme-

diarios (v.gr., los bancos) del MFO puedan competir con los del MFNO. En parte, esto se explica por las regulaciones que afectan al MFO pero, en mayor medida, se debe a que los intermediarios del MFO no podrían recurrir al mecanismo utilizado por los PI. La diferencia se halla en el tipo de garantías: mientras que los PI pueden aceptar situaciones de incumplimiento sin mayores consecuencias pues se hacen dueños de las garantías, esto es poco posible en el caso de los intermediarios del MFO debido a que tienen que cumplir con sus depositantes. Ello obedece a la característica misma de los intermediarios del MFO (intermedian entre prestatarios y depositantes) y al hecho de que la escala de actividad es mucho mayor en el caso de los intermediarios del MFO. Una alta tasa de incumplimientos en el MFO puede generar una corrida financiera, mientras que ello no sucedería en el caso del MFNO. Los PI se quedarían con las garantías y, a través de su venta, realizarían sus ganancias, no existiendo mayores consecuencias porque los PI no tienen una masa de depositantes que atender.

Sin embargo, no debe olvidarse que lo que permite que surja el MFNO y lo que le otorga el poder monopólico a los prestamistas del MFNO es la existencia de prestatarios cuyo acceso al MFO ha sido negado y, por esta razón, están dispuestos a pagar una tasa de interés más alta a la fijada por el BCR. Es este exceso de demanda en el MFNO lo que estimula su desarrollo.

Es importante recordar que la misma existencia de los prestamistas del MFNO así como la forma en que operan indica que es posible diseñar mecanismos institucionales que estimulen a los intermediarios del MFO a aceptar prestatarios más riesgosos. En principio, es posible concebir instituciones financieras en el MFO —como, por ejemplo, las financieras y/o las cooperativas— que utilicen el mismo método que los PI para garantizar sus créditos y que capten sus fondos de tal forma que sean más flexibles que los bancos, por ejemplo, vía la emisión de bonos o acciones.

En este contexto, el rol de la política económica y monetaria es crucial: el efecto final sobre el crecimiento del MFNO dependerá del grado de eficiencia que puedan alcanzar los intermediarios del MFO.

## V. OPCIONES DE POLITICAS ECONOMICAS: UNA EXPOSICION GRAFICA

Una forma de resumir los argumentos expuestos y de determinar las opciones de política económica es en base al Gráfico 7.

Este gráfico tiene dos cuadrantes. El del lado derecho ilustra el mercado de fondos prestables intermediados por el MFO y el del margen izquierdo el nivel de riesgo percibido por los intermediarios financieros.

En primer lugar, se revisará el caso más sencillo. En el mercado de fondos prestables, la curva de oferta está definida por O, la de demanda por D y la tasa de interés nominal por  $i$ . Se asume que ésta se ajusta por la inflación esperada, de forma que si  $r$  es la tasa de interés real, la tasa nominal se define como:  $i = r + p$ .

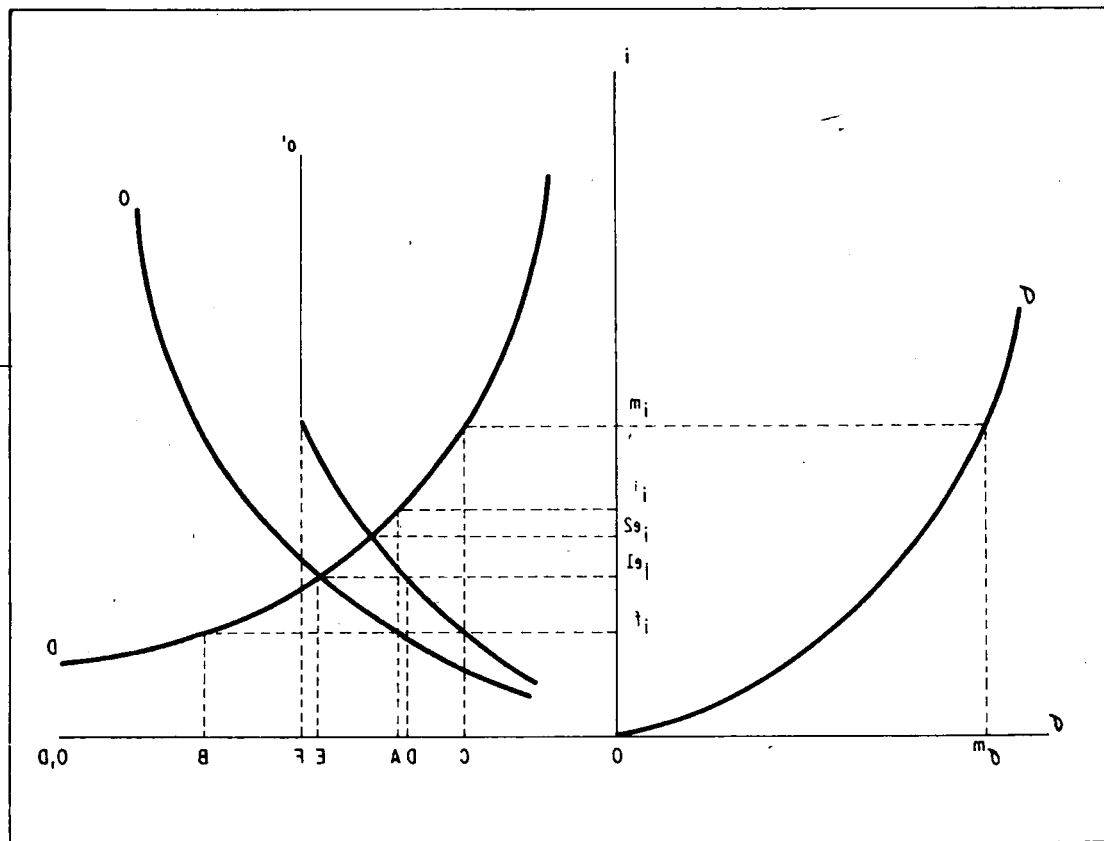
Siguiendo la explicación neo-clásica de la segmentación de mercados financieros (véase por ejemplo Galbis), es posible afirmar que si las autoridades fijan la tasa de interés a un nivel como  $i^1$  y asumiento que la forma de las curvas de oferta y demanda son como las que aparecen en el Gráfico 7, entonces la oferta será igual a OA y la demanda igual a OB. La diferencia entre OB y OA es el exceso de demanda por préstamos. Más aún, el Gráfico 7 indica que, al nivel de oferta OA, los demandantes de préstamos estarán dispuestos a pagar una tasa de interés igual a  $i^1$ , que sería la máxima tasa que se podría cobrar en el MFNO.

El efecto de una tasa de encaje alta también puede ser ilustrado con la ayuda de este gráfico. En este caso, se tiene que la oferta de fondos prestables estaría determinada por la curva  $O'$  y que la diferencia horizontal entre las curvas  $O'$  y O mediría el monto del encaje, el que puede ser considerado como un crédito al sector público (vía el BCR).

El resultado de esta política es, por un lado, el de reducir la oferta de fondos prestables y, por el otro, como consecuencia, aumentar la tasa de interés de equilibrio de  $i^{e1}$  a  $i^{e2}$ .

El efecto de fijar la tasa de interés en  $i^1$  y de una alta tasa de encaje es que el exceso de demanda será mayor (OB-OC) y que la tasa de interés que los demandantes de crédito estarán dispuestos a pagar será mayor e igual a  $i^m$ . En

Gráfico 7



resumen, ambas políticas tienen como resultado el de desintermediar recursos del MFO.

La solución de política económica en el marco neo-clásico es bastante sencillo. El Gráfico 7 muestra que, si las autoridades liberan el mercado (v.gr. tasas de interés y de encaje), el volumen de fondos intermediados aumentaría de OC a OE y la tasa de interés de equilibrio ( $i^e$ ), si bien será mayor a la controlada, será menor a la que prevalece en el MFNO ( $i^m$ ). Así, la recomendación es muy sencilla: aumentar la tasa de interés hasta el nivel en que el exceso de demanda sea cero y reducir la tasa de encaje a cero.

A pesar de las críticas que se puedan hacer a esta explicación, no deja de ser cierto que: mientras menor sea la tasa de interés nominal y mayor la de encaje, mayor será el exceso de demanda. Como se demostró en las secciones anteriores, esto es especialmente cierto cuando la tasa de inflación es alta y variable y cuando existen otras alternativas de inversión financiera a las ofrecidas por el MFO.

La crítica más importante a este marco teórico se dirige al supuesto de que los mercados de capitales son perfectos. Es decir, todos los demandantes de crédito tienen acceso al crédito en similares condiciones y la tasa de interés activa es igual a la pasiva.

Dos son los principales inconvenientes. El primero surge a partir del supuesto de competencia perfecta que, en realidad, pocas veces se cumple. Es más realista suponer que éste es un mercado monopolístico. Este caso ha sido ampliamente discutido en la literatura (véase, por ejemplo, Courakis, 1984), por lo que no es necesario repetirla. Sólo basta anotar que, en un contexto de competencia monopolística, es aconsejable que las autoridades fijen la tasa de encaje y las tasas activas y pasivas (v.gr., la estructura), de forma que se maximice el volumen de depósitos captados por el MFO. Se sabe que, si se deja libre al mercado monopolístico, éste va a fijar las tasas de encaje y de interés en aquellos niveles que maximicen el ingreso marginal, el cual (como lo muestra Courakis, 1984) no necesariamente es consistente con la maximización de los depósitos captados.

El segundo problema es que la explicación del Gráfico 7 supone que no existe el riesgo y trata al mercado de capitales como si fuera igual a cualquier otro, lo que como se discutió en la sección anterior, no es cierto.

Una forma de ilustrar este problema es incorporando el cuadrante izquierdo del Gráfico 7, en el que se relaciona la tasa de interés nominal -la cual es ajustada por la inflación esperada con el nivel de riesgo esperado por los bancos ( $\sigma$ ). Es decir, se supone que mientras mayor sea la inflación (y su variabilidad), mayor será la tasa de interés y mayor el riesgo esperado por los bancos, que encuentran más difícil garantizar el repago de sus créditos.

Así, es posible establecer una relación entre la curva  $\sigma$  y la diferencia horizontal entre  $O'$  y  $O$ . Es decir, mientras mayor sea  $\sigma$ , los bancos van a querer prestar menos y va a existir un nivel de tasa de interés tal como  $i^m$  asociado con el máximo nivel de riesgo  $\sigma^m$ , que va a ser el máximo que los bancos van a querer asumir. A partir de este nivel, la curva  $O'$  se convierte en vertical (v.gr., inelástica a la tasa de interés). Los bancos no van a estar dispuestos a aumentar el volumen de préstamos más allá de  $OF$ , el cual está asociado al máximo de riesgo  $\sigma^m$ .

Los bancos van a mantener la diferencia entre lo captado ( $O$ ) y lo prestado ( $O'$ ) en forma de encaje voluntario (si el BCR lo acepta) o lo van a invertir en otros activos menos riesgosos. No hay que olvidar que los bancos tienen que mantener cierto grado de liquidez para pagar a sus depositantes.

El efecto es muy similar a lo explicado en el caso del encaje. Lo interesante es que, en la medida que este racionamiento es voluntario y existiendo otros intermediarios (v.gr., PI) cuya percepción del riesgo es distinta (menor aversión al riesgo) o que pueden garantizar el pago de sus préstamos por otros medios (v.gr., el uso de las garantías de los PI), entonces esto será suficiente como para originar una desintermediación y el desarrollo del MFNO.

Esta situación se verá agravada si se opta, como ha ocurrido en el caso peruano, por aumentar la tasa de encaje y fijar las tasas de interés en niveles muy negativos. En este caso, la curva de oferta  $O'$  se desplazará hacia la izquierda y el resultado será una tasa de interés de equilibrio aún mayor a  $i^2$  y un menor volumen de recursos efectivamente intermediado.

Esta explicación es más realista para el caso peruano, especialmente desde finales del 70. La solución de política económica en un contexto inflacionario o de alto riesgo es bastante más compleja que la simple liberaliza-



ción de la tasa de interés y de encaje. Esto, como ocurrió en el cono Sur, <sup>29</sup> podría determinar la quiebra del sistema financiero si, masivamente, los prestatarios se declaran en moratoria. Más aún, el objetivo de política no sólo debe ser la reducción del exceso de demanda sino, también, la reducción de la tasa de interés de equilibrio de  $i^e_2$  a  $i^e_1$ , a través de políticas que: a) reduzcan la percepción del riesgo de los bancos; b) les permitan a los bancos garantizar mejor el repago de sus préstamos; y c) reduzcan la inestabilidad en la economía.

En resumen, dentro de este contexto, el objetivo de política debería ser, en primer lugar, aumentar la tasa de interés a través de la reducción de la tasa de inflación. De no lograrse controlar la inflación, las autoridades tendrán que asumir el costo de aumentar la tasa de interés nominal con la inflación y las consecuencias que ello implica.

Segundo, diseñar una política de tasas de interés y de encaje que maximice el volumen de depósitos, teniendo en cuenta el carácter monopólico del mercado financiero.

Tercero, realizar una reforma del mercado de capitales con el objetivo de maximizar el acceso a este mercado.<sup>30</sup> Para ello, es necesario diseñar los mecanismos institucionales que les permitan a los intermediarios garantizar de mejor manera los riesgos asumidos. Esta será la única forma en que se pueda ampliar el crédito a la vez que se reduzca la probabilidad de quiebra del sistema financiero.

Una alternativa es permitir a una nueva generación de instituciones financieras penetrar en este mercado (v.gr., las financieras, cooperativas u otras), las cuales no estarían afectadas por tasas de interés reguladas y gozarían de beneficios tributarios en caso decidan tomar a prestatarios considerados como "riesgosos" por el resto del MFO pero cuyos proyectos sean de gran impacto.

Esta función no podría ser realizada por los bancos pues ello terminaría en un aumento general en la tasa de interés cobrada a los prestatarios menos riesgosos. Sólo se les debe permitir cobrar una tasa de interés mayor a los que tomen prestatarios más riesgosos y los bancos deberán continuar prestando a

---

29. Véanse, por ejemplo, Díaz - Alejandro (1985) y Arellano (1984).

30. Para una propuesta más completa, véase Thome (1987).

los de menor riesgo. La idea apunta, precisamente, a estimular la especialización de los intermediarios financieros.

Esta política sólo tiene sentido si atrae fondos del MFNO, aumenta el ahorro privado y estimula la inversión. La tasa de interés cobrada por estas nuevas instituciones será más baja a la cobrada por los PI pero más alta a la cobrada por los bancos. Lo esencial es que la flexibilidad en las tasas de interés permita premiar a aquellos intermediarios que prestan a los clientes más riesgosos.

En síntesis, la única forma es reducir el tamaño del MFNO volviendo más competitivo al SFO y reduciendo la inestabilidad económica, lo que debería ser un aspecto central de la política monetaria.

## VI. RESUMEN Y CONCLUSIONES

En el Perú, una significativa proporción del ahorro privado no fluye por el sistema financiero, siendo común que las empresas y familias decidan adquirir activos distintos a los ofrecidos por el SFO. Este fenómeno ha sido estimulado por la política monetaria adoptada por el BCR y por la falta de un sistema financiero innovador y creativo que responda a las demandas del sector productivo y de los ahorristas.

En este trabajo se avanza en la discusión de esta problemática. En especial, se discuten las condicionantes que explican la oferta de fondos en el MFNO. Aún es necesario complementar ésta con una discusión similar sobre la demanda.

En resumen, este trabajo muestra, en primer lugar, que el MFNO es más importante que el MFO. El tamaño exacto depende de la definición de MFNO que se adopte y del indicador que se utilice. Sin embargo, la evidencia mostrada indica que el MFNO en el Perú es muy importante y que se ha venido desarrollado desde finales de la década del 70.

En segundo lugar, la tasa de interés cobrada en dos de los tres sub-mercados —que representan más del 50% del MFNO— son bastante más altas a las cobradas en el MFO. Más aún, en la mayoría de los casos, éstas resultan ser positivas cuando se les ajusta por la tasa de inflación realizada. También es

importante anotar que la información presentada indica que existe una gran divergencia entre los niveles de las tasas de interés del MFNO. Esto se explica por la madurez, tamaño y nivel de riesgo asumido en cada préstamo, pero refleja, también, la segmentación que existe al interior de cada sub-mercado.

En tercer lugar, se ofrecen dos explicaciones complementarias para el desarrollo y surgimiento del MFNO. Por un lado, se demostró que la política de tasas de interés, devaluación y de encaje estimularon el desarrollo del MFNO, lo que se produjo en un contexto inflacionario y de alta inestabilidad económica. Por el otro lado, se explicó el surgimiento del MFNO por el comportamiento de los intermediarios financieros en un contexto de alto riesgo. En particular, se afirmó que, naturalmente, los intermediarios recurren al racionamiento para defenderse del riesgo que usualmente asumen y que este mecanismo se agrava en un contexto caracterizado por: (i) tasas de interés negativas, (ii) tasa de encaje alto, (iii) tasa de inflación alta y fluctuante y Iv) gran inestabilidad macroeconómica.

En la última sección se discutieron las opciones de política económica, concluyéndose que una política efectiva en esta materia (v.gr., reducir el MFNO) requiere no sólo de una política de tasas de interés y de encaje sino que, también, de una reforma institucional dirigida a estimular a los intermediarios financieros a que acepten un mayor riesgo y a que, efectivamente, puedan servir como intermediarios de riesgo, puesto que una diferencia importante entre los intermediarios del MFO y el MFNO es la flexibilidad de estos últimos para defenderse del riesgo asumido.

## **BIBLIOGRAFIA**

- AKERLOF, G.A. 'The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism' en *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, 1970, 488-500.
- ARELLANO, J.P. 'De la liberalización a la intervención: el mercado de capitales en Chile, 1974-83' en *Colección de Estudios CIEPLAN*, 11 1983, 5-49.
- BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU, BCRP. *Las cuentas financieras del Perú*. Lima: BCRP (varios números).
- BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU, BCRP. *Las cuentas nacionales del Perú*. Lima: BCRP (varios números).
- BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU, BCRP. *Memorias*. Lima: BCRP (varios números).
- BHADURI, A. 'On the formation of usurious interest rates in backward agriculture' en *Cambridge Journal of Economics*, Vol. I. No. 4, 1977, 341-3252 (véase la discusión en el número del año 1980).
- COMISION NACIONAL SUPERVISORA DE EMPRESAS Y VALORES, CONASEV. *Estudio piloto de activos y pasivos financieros 1979-1982*. CONASEV: Lima, 1984.
- COURAKIS, A.S. 'Constraints on bank choices and financial repression in less developpe countries' en *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 46, No. 4, 1984, 341-370.
- DE LA MELENA, G. *Reforma del sistema financiero*. BCRP: Lima, 1973.
- DIAZ ALEJANDRO, C. 'Good-bye financial repression, Hello financial crash' en *Journal of Development Economics*, 19, 1985, 1-24.
- ENCA. *Lima Metropolitana. Distribución del gasto anual promedio familiar*. Lima: Ministerio de Agricultura, 1975.

- GALBIS, V. 'Aspectos teóricos de las políticas de desarrollo en países en desarrollo' en *Ensayos*, 46. CEMLA: México, D.F.
- GARRIDO LECCA, G. y G.T. O'Mara. *El mercado informal de capitales en el Perú*. Lima: ESAN-CNV, 1972.
- GOODHART, C. *Money, information and uncertainty*. MacMillan, London, 1975.
- HERAUD, C. *La ley de bancos*. Mosca Azul, Lima, 1979.
- MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS. 'Análisis del pago de la deuda familiar anual por estratos de ingreso en Lima Metropolitana.' *Documento de Trabajo*. MEF: Lima, 1975.
- MCKINNON, R. *Dinero y capital en el desarrollo económico*. CEMLA: México D.F., 1973.
- ROE, A.R. 'Some theory concerning the role and failing of financial intermediation'. en Bhatt, V.V. y A.R. Roe (ed) *Capital market imperfections and economic development*. World Bank Staff Working Paper No. 338.
- SHAW, E.S. *Financial deepening in economic development*. OUP: N.Y., 1973.
- STIGLITZ, J. y A. WEISS. 'Credit rationing in markets with imperfect information' en *American Economic Review*, 71, 1981, 393-410.
- SUSANO, R. 'Flujo de fondos del mercado informal de capitales'. Lima: Fundación Friedrich Ebert, *Documento de Trabajo*, 1983.
- THORNE, A. *The determinants of Savings in a developing economy: the case of Peru 1960-1984*. Oxford, Tesis de Ph. D., 1986.
- THORNE, A. *El financiamiento del desarrollo en el Perú: problemas y alternativas*. Lima: Fundación Friedrich Ebert, 1987.

WAI, U.T. 'A revist to interest rates outside the organised money markets of underdeveloped countries' en Banca Nazionale di Lavoro Quarterly Review, Vol. No. , 1977.

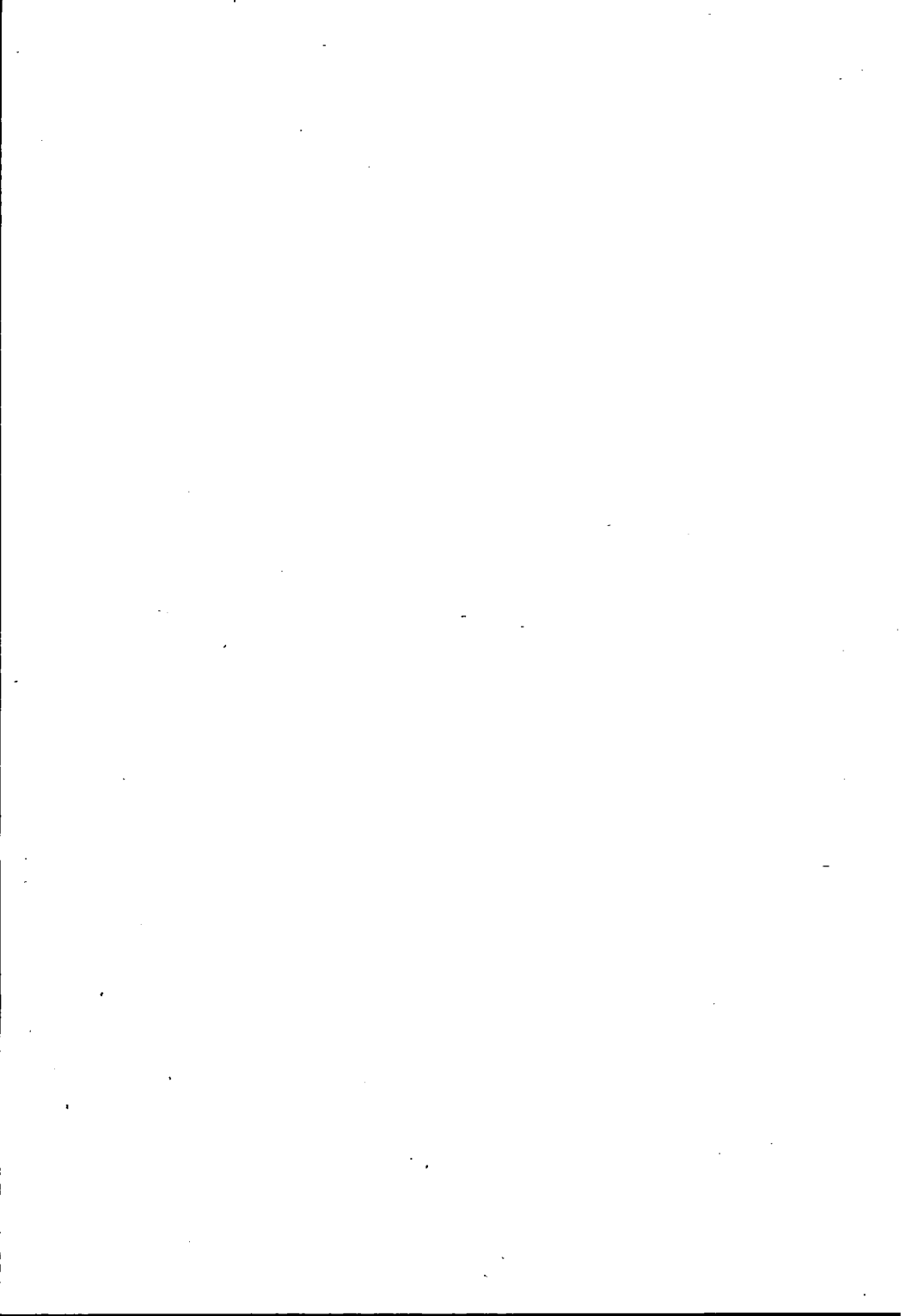
**MERCADO INFORMAL DE FINANCIAMIENTO DE LA  
ACTIVIDAD PRODUCTIVA: DIAGNOSTICO Y  
SUGERENCIAS(\*)**

**Armando Morales Bueno(\*\*)**

---

(\*) El presente documento ha recibido el valioso aporte de personas e instituciones a quienes agradezco su colaboración sea en ideas o en facilidades para el desarrollo de la investigación. Además de a la Fundación Ebert, agradezco al Banco Industrial y al ILD, y a mis amigos Luis Boechio, César Burga, Alejandro Chirinos, José Herrera, Luis Morales y Clara Ogata.

(\*\*) Economista (Northeastern University)  
Funcionario del Banco Central de Reserva del Perú.





## 1. Marco General

La creciente magnitud de la informalidad, especialmente a lo largo de la última década, ha motivado un interés académico cada vez mayor en búsqueda de explicaciones y definiciones que ayuden a entender su comportamiento y evolución y recientemente ha merecido la atención del propio gobierno lo que se refleja en la misma orientación de la política que ha hecho necesaria la instalación de un instituto con apoyo oficial para canalizar algunos incentivos de carácter financiero que compensen desventajas en el desarrollo de estas actividades.

No es sorprendente que el primer aspecto en el que el gobierno ha centrado su atención sea el financiamiento de estas actividades. Teóricamente una de las principales desventajas de ser informal es la imposibilidad absoluta de acceso al crédito del sistema financiero, que restringe la posibilidad de un desarrollo armónico y fluido de su proceso productivo y de su capacidad de expansión. Sin embargo, resulta significativo resaltar el hecho de que a pesar de este costo teórico, son cada vez más quienes optan por la informalidad, y ello se debe precisamente a que la probabilidad hipotética de acceso al crédito si se formalizaran es en la práctica completamente irreal para la mayor parte de agentes económicos informales, ya que lo impiden las propias reglas de juego con que opera el sistema financiero.

Se tiene entonces una actividad productiva informal que constituye parte de la demanda de financiamiento no atendida por el crédito financiero formal; de no mediar el financiamiento de instituciones para-gubernamentales o privadas sin fines de lucro, tendría como única alternativa el autofinanciamiento o el crédito informal. Pero la demanda global no atendida por el sistema bancario incluye además unidades económicas formales que engrosan esta demanda potencial de financiamiento informal debido a que, bajo el sistema vigente tienen, acceso muy restringido a las fuentes formales de crédito.

Por el lado de la oferta de fondos, las fuentes provienen de aquellos excedentes que no se canalizan al ahorro financiero ni a ninguna otra forma de ahorro legal o ilegal, debido a consideraciones de baja rentabilidad, alto riesgo o

altos costos de transacción, y que se asignan bajo la forma de préstamos directos a terceros o a través de crédito de proveedores no financiado en el sistema bancario.

El mercado informal de capitales resulta entonces de la concurrencia de una demanda sin acceso al sistema financiero que no es atendida por ninguno de los institutos públicos ni privados sin fines de lucro y de una oferta de fondos que no acude al sistema ni se destina a ninguna forma de ahorro sustitutiva. Los demandantes de crédito pueden ser unidades económicas formales o informales en el desarrollo de su actividad corriente, así como la oferta puede ser colocada bajo mecanismos previstos legalmente como el crédito de proveedores o no previstos como el préstamo no puede basarse en criterios puramente legales; en ese sentido es, más simple definir este mercado como el financiamiento no atendido por el sistema financiero. Sin embargo, este tipo de definición incluiría el crédito para consumo, en la medida en que no esté financiado en el sistema bancario, cuya lógica puede tener que ver más con distintas estrategias de mercadeo que con la concurrencia de ofertas y demandas de financiamiento en sentido estricto. Por ello, resulta más conveniente con fines analíticos y desde la perspectiva del presente documento, estudiar el financiamiento no bancario de actividades productivas, lo que constituiría para este propósito, el ámbito del mercado informal de financiamiento.

## **2. Demanda de financiamiento informal**

La existencia de una demanda no atendida por el mercado financiero puede ser visualizada como una escasez de fondos suficientes para su atención o como el establecimiento de barreras de acceso tales que esta demanda ni siquiera acude al sistema financiero. En este segundo caso, las instituciones financieras no perciben el exceso de demanda existente y puede, perfectamente, darse el caso de que, en determinadas coyunturas, coexista este exceso de demanda con la presencia de excesos de liquidez mantenidos en los bancos, lo que es síntoma evidente de un mercado distorsionado.

En realidad, ambos enfoques son dos perspectivas sobre un mismo problema y no son en absoluto independientes entre sí. Por un lado, la insuficiencia de fondos tiene mucho que ver con el nivel real de las tasas de interés y, por otro, las restricciones al acceso al crédito están relacionadas con la falta de mecanismos idóneos de cobertura de riesgo crediticio. La vinculación entre ambos aspectos se explica a continuación:

a) **Incidencia de las tasas de interés:** La persistencia durante largos períodos de tasas de interés negativas en términos reales, ha incidido en la distorsión del comportamiento de las grandes unidades económicas en el ámbito financiero. En efecto, considerando en primer lugar a las unidades económicas excedentarias de fondos, tasas pasivas negativas en términos reales originan un mayor consumo de empresas (gastos no productivos) y una mayor importancia de la reinversión como fuente de financiamiento al resultar altamente preferible a mantener estos recursos en el sistema financiero desvalorizándose a un ritmo de más de 20% anual. Esto limita la disponibilidad de recursos a ser reasignados mediante el crédito, lo cual favorece una mayor concentración económica. El financiamiento de empresas mediante reinversión de utilidades es aproximadamente 3.2 veces el total de activos del sistema financiero que mantienen las empresas (véase Cuadro N° 1).

Cabe señalar que, cuando el ahorro financiero deja de ser una alternativa válida de atesoramiento, se atenta contra un proceso de acumulación más des-concentrado y menos regresivo.

En lo que se refiere a las tasas activas, el costo real negativo de los préstamos hace que las unidades económicas deficitarias se endeuden a un nivel muy por encima de lo que se esperaría de un adecuado uso de la palanca financiera. El endeudamiento bancario resulta siempre más conveniente que cualquier otra fuente de financiamiento para las grandes empresas que tienen acceso al mismo: "...el financiamiento vía capitales frescos por emisión societaria es casi nulo, privilegiando el financiamiento vía crédito del sistema financiero con tasas de interés subsidiados por el ahorrista"<sup>1</sup>.

No debe sorprender, entonces, que si las grandes unidades excedentarias reducen al mínimo la canalización de recursos al sistema financiero y simultáneamente las grandes unidades deficitarias absorben la mayor parte del crédito, el mercado formal de créditos se mantenga altamente concentrado a niveles alarmantes en cuanto a la implicancia que esto tiene para un posible desarrollo equilibrado del país. A agosto de 1985 las 51 empresas que adeudan más de 100 millones de intis, concentran el 57% del crédito total del sistema financiero<sup>2</sup>. El sector empresarial, en general, tiene 73% más de pasivos en el sistema

---

1. Baba, Nakao L., "La Problemática Peruana en el pasado y en la actualidad" en: El Mercado de Capitales como instrumento de la política económica, Lima (Fundación EBERT) 1987, pp. 43 - 61, esp. p.51.

2. Superintendencia de Banca y Seguros, "Informe de Deudores", 31 de agosto de 1985.

**Cuadro N° 1**  
**Estructura de la PEA de Lima Metropolitana**  
**1981 - 1986**

	1981		1983		1986	
	Nº de personas	%	Nº de Personas	%	Nº de personas	%
Sector Informal Urbano	450,608	33.3	469,846	34.0	831,078	41.8
Sector Moderno	815,688	60.3	828,123	59.4	1'035,360	52.07
Trabajadores del Hogar	87,325	6.4	91,773	6.6	121,830	6.13

Fuente: Ministerio de Trabajo (1981, 1986) y Proyecto CEDEP - CIIDE (1983)

**Cuadro Nº 2**  
**Distribución de Microempresas del Sector Industria según**  
**Origen de Capital Inicial**  
**(En terminos relativos a nivel sub rama)**

RAMA / SUB RAMO ORIGEN DE CAPITAL	INDUSTRIA					
	Textil	Muebles	Calzado	Imprenta	Otros	Total
Capital Propio	82.76	83.58	82.50	100.00	85.98	84.05
Capital Colectivo	1.15	1.49	2.50	0.00	1.22	1.43
Bancos	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Coop. - Muatuales	2.30	0.00	2.50	0.00	0.00	1.08
Cred. Proveed.	9.20	4.48	7.50	0.00	4.27	6.27
Parientes Amigos	3.45	4.48	2.50	0.00	4.88	3.94
Prestamistas	0.00	1.49	0.00	0.00	0.00	0.36
No Necesito	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Otros	1.15	4.48	2.50	0.00	3.66	2.87
<b>TOTAL</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

FUENTE: Encuesta SIULIM - CIUP 86

financiero que de activos, déficit que es financiado a costa de la descapitalización del resto de ahorristas (véase Cuadro Nº 2).

Queda claro, entonces, que la reducida magnitud de los recursos canalizados al sistema financiero y la sobreutilización de los mismos, ambos hechos originados por tasas de interés negativas en términos reales, genera las condiciones para un gran segmento de demanda no satisfecha.

**b) Mecanismos de racionamiento del crédito:** Dado que la tasa de interés real deja de constituir un medio de racionamiento del crédito cuando presenta niveles negativos durante largos períodos, surge la necesidad de establecer un criterio sustituto cuando las condiciones financieras generan excesos de demanda. Es en este sentido que están relacionados los criterios restrictivos del crédito y la tasa de interés. Para los intermediarios financieros, el beneficio de su actividad se deriva de su margen de ganancia y de la exposición al riesgo de su cartera de colocaciones. Como el margen es fijo e indiferenciado por cliente, no funciona como mecanismo asignador y si además las tasas de interés real son negativas, prácticamente todo proyecto puede presentar una rentabilidad que compense el costo de su financiamiento. Por tanto, con recursos financieros escasos se hace necesario establecer criterios a priori y, a la vez simples de administrar, que hagan mínima la exposición al riesgo percibido por las instituciones financieras.

En una encuesta realizada entre diversas entidades financieras<sup>3</sup>, se obtuvo como resultado que 38% de las instituciones encuestadas consideran que los criterios principales de asignación de crédito lo constituyen los antecedentes de la empresa con la institución, las referencias comerciales y las garantías. Es decir, la misma rentabilidad del proyecto pasa a un segundo plano en la evaluación de las solicitudes de crédito. Esto da una idea de cómo el sistema va generando las condiciones para mantener la concentración del crédito en las mismas manos, ya que son precisamente las pequeñas empresas y las empresas nuevas las que presentan mayores desventajas cuando el criterio principal deja de ser la propia rentabilidad del proyecto. Ello se refleja en el hecho que para la mayor parte de las instituciones crediticias, más del 60% de operaciones rechazadas, corresponde a nuevas empresas solicitantes y sólo menos del 15% de las operaciones aprobadas corresponde a clientes nuevos.

La discriminación en la asignación del crédito puede tomar otras formas

---

3. Véase en los siguiente: Instituto Libertad y Democracia, "Encuesta sobre el mercado de capitales", no publicado, (LIMA) 1986.

menos éticas y más costosas en términos de asignación apropiada de recursos crediticios. La misma encuesta señalada anteriormente, cuando fue aplicada a empresas arrojó como resultados que sólo un 15% de las mismas no había requerido nunca de algún contacto previo de índole no comercial para acceder al crédito bancario. Ello tiene mucho que ver con la imagen arraigada del crédito como favor personal antes que como insumo productivo. Pero existe otro tipo de factor más pernicioso en la asignación del crédito en estas condiciones: un 62% de las empresas declaró haber tenido que recurrir a diversas modalidades de "compensación extraordinaria" para lograr acceso a un urgido financiamiento; estas modalidades van desde el otorgamiento de regalos en fechas especiales a funcionarios de crédito, hasta la adquisición de maquinaria a proveedores "sugeridos" por los mismos o el pago de un porcentaje determinado para una atención especial.

Se tiene, entonces, que aun aquéllos que tienen la posibilidad de acceder a un préstamo bancario, no logran un acceso óptimo. Un 54% de las empresas declaró que no pudo realizar parte de sus planes de inversión debido a falta de crédito oportuno y un 38% de las mismas, para el mismo año, no pudo diversificar sus líneas por la misma razón. Un 53% respondió que los créditos son oportunos sólo a veces y un 31% que nunca o casi nunca. En casi la totalidad de los casos, los problemas señalados son más agudos para los clientes de la banca estatal. Resulta natural, por consiguiente, que las unidades económicas pequeñas y nuevas ni siquiera acudan a intentar acceder al crédito y, es más, no muestren interés en regularizar su situación legal pues el mayor beneficio que puede implicar la formalización de su actividad dista mucho de ser fácilmente alcanzable. En otra encuesta anterior, realizada por la Universidad del Pacífico, se tiene que de cada 100 pequeñas empresas que requerían financiamiento, sólo 21 acuden a solicitar crédito al sistema bancario. De éstas, 18 obtienen crédito hasta por 50 a 60% de sus requerimientos, es decir, las pocas empresas de este tipo que llegan a acceder al crédito no reciben préstamos en la magnitud suficiente<sup>4</sup>.

Las restricciones que rigen la asignación del crédito desfavorecen a las empresas pequeñas y nuevas, bajo el objetivo de reducir al mínimo la exposición al riesgo de las entidades crediticias. Ello lleva incluso a que los bancos prefieran en algunos períodos mantener altos excesos de encaje antes que colocar préstamos a clientes nuevos o pequeños. En parte, esto se explica porque,

---

4. Véase: Universidad del Pacífico, "Diagnóstico de la Pequeña Empresa a Nivel Nacional", Lima, 1981, esp. pp 39 - 45.

a igual tasa de interés, los costos de transacción de préstamos pequeños reducen el margen por colocaciones de modo tal que prefieren recibir una rentabilidad menor con un riesgo nulo cuando sus clientes tradicionales retraen su demanda por préstamos. Sin embargo, los resultados de toda esta situación son contraproducentes. Como la asignación del crédito depende poco de la rentabilidad de los proyectos financiados, la morosidad resultante es elevada. Es decir, los mismos criterios utilizados para minimizar el riesgo de la cartera de préstamos, terminan por llevar la morosidad a niveles de cuatro a cinco veces los estándares internacionales. Se forma, por lo tanto, un círculo vicioso que perjudica de alguna forma no sólo a los agentes excluidos del crédito formal, sino también a aquellos que tienen acceso y aún a los propios bancos como sistema; en comparación con una situación en que el crédito estuviera asignado en función de la productividad y rentabilidad de los proyectos y, lo que es peor para un país pequeño y pobre, esto acentúa una estructura regresiva de distribución de ingresos.

### 3. Oferta Informal de Financiamiento

Los fondos de unidades económicas excedentarias presentan una gama de alternativas entre las cuales está la de ser colocados a demandantes insatisfechos de créditos. En función de las rentabilidades alternativas, diferencias de riesgo, costos de transacción, etc. las unidades excedentarias de fondos asignarán sus recursos a distintas opciones de su portafolio según sus preferencias; esta asignación variará según se modifiquen las condiciones de la coyuntura económica. Las alternativas más relevantes, dejando de lado las opciones de consumo en inversión, son las siguientes:

- Ahorro en el mercado secundario de capitales.
- Compra de moneda extranjera.
- Especulación.
- Compra de activos.
- Préstamos informales.

Las unidades excedentarias de fondos que, debido a la baja rentabilidad del ahorro financiero están dispuestos asumir un costo de transacción y un mayor riesgo a cambio de una mayor rentabilidad, optarán por una de estas alternativas en función de los cambios en la coyuntura económica, de sus preferencias individuales y de otros parámetros que se evalúan a continuación para cada caso.



a) **Ahorro en el mercado de capitales secundario:** La compra de acciones en la Bolsa de Valores surge como la primera opción lógica ante una baja rentabilidad del ahorro financiero. Sin embargo, en el caso peruano, se deben tomar algunas consideraciones previas para evaluar en qué medida puede constituirse en un sustituto válido para los oferentes de fondos. Esto porque esta opción de financiamiento no ha sido muy utilizada por parte de las empresas, lo cual no es ajeno al problema de las bajas tasas de interés que induce a un sobre endeudamiento bancario por parte de las grandes empresas que podrían ser potenciales oferentes de valores, como ya ha sido señalado.

A esto se debe que ante la poco fluida oferta de acciones, una presión de demanda ante cambios coyunturales se refleje rápidamente en los precios de las mismas, y el incremento de estos precios es visto como una menor posibilidad futura de alcanzar una rentabilidad suficiente para compensar la asignación de fondos a esta alternativa. Por tanto, esta opción se agota rápidamente como alternativa al ahorro financiero y continuará siendo así hasta que haya una modificación, si no se tasas de interés, al menos de las condiciones que desfavorecen una mayor emisión<sup>5</sup>

Por otro lado, si bien la bolsa es una alternativa viable para los pequeños ahorristas, no lo es para los que presenten mayor aversión al riesgo. Existirá algún segmento de la oferta que prefiera una rentabilidad esperada, incluso menor, con tal de evitar el riesgo de una pérdida de capital.

b) **Compra de moneda extranjera:** Otra alternativa bastante familiar en la última década la constituye la moneda extranjera norteamericana, lo que ha coincidido con la mayor vigencia a nuestro país como centro de operaciones de narcotráfico. Mientras la venta ambulatoria era libre, el costo de transacción para las operaciones de compra-venta de dólares era casi nulo. Con la prohibición reciente, el costo de transacción ha aumentado a un nivel que dependerá de la probabilidad de ser sancionado para quienes incumplan la prohibición. Este mercado se alimenta continuamente por el ingreso ilegal de divisas, lo que hace que pueda absorber rápidamente fluctuaciones en la demanda sin reflejarse en los precios en forma violenta, y aún cuando esto sucediera, el encarecimiento de las importaciones ilegales —principal vía de egreso de estas divisas— permite que se genere una mayor oferta de dólares de forma que permita amortiguar los desequilibrios, a menos que existan expectativas de aceleración de la inflación tan fuertes o una percepción generalizada de una escasez tan agu-

---

5. Véase: Baba Nakao, L., Opat.

da de divisas que toda la mayor oferta sea rápidamente absorbida. El riesgo, entendido como la posibilidad de pérdida de capitales, ha sido bastante bajo, al menos hasta antes de la prohibición, debido a que los periodos de disminución de precio de las divisas han sido pocos y cortos. Todo esto ha favorecido la masiva preferencia del público por esta alternativa de ahorro, lo que en contextos de alta incertidumbre, ha propiciado la rápida dolarización de nuestra economía.

c) **Especulación:** Esta actividad toma dos formas en épocas de inflación con control de precios: la venta de artículos escasos a precios por encima de los oficiales y la compra-venta de artículos de consumo de fácil colocación, a cuyo margen de intermediación se añade la variación de precios ocurrida en el período. El primero es un mecanismo eventual y de acceso restringido, mientras en el segundo, además del interés por parte de los agentes excedentarios de fondos en incurrir en esta actividad, existe interés de las propias empresas en utilizar canales de distribución no regulares para la colocación de su mercadería —principalmente bienes de consumo no esencial como vestimenta, perfumería, etc.— por lo que el flujo de oferta está asegurado. El costo de transacción de esta actividad es más alto pues implica el financiamiento del periodo para la colocación de las mercancías.

Esto no es otra cosa que un crecimiento artificial del sector comercial, favorecido por la falta de alternativas de protección del poder de compra del ahorro en épocas de inflación. Sin embargo, no es una alternativa viable para los pequeños ahorristas, pues el capital mínimo necesario para incursionar en estas actividades, los excluye de esta posibilidad. Por otro lado, al riesgo que se deriva de la probabilidad de una variación menor a la esperada en los precios, se añade la posibilidad de no colocar la mercadería, lo que también hace esta alternativa poco atractiva para los inversionistas aversos al riesgo.

d) **Compra de activos:** La compra de activos es una alternativa válida si existe un flujo de nuevos activos estimulado por un crecimiento del valor de mercado con respecto al valor de reposición de los mismos<sup>6</sup>. Ello es posible cuando existe la capacidad de generar activos en un plazo relativamente corto para atender la demanda potencial.

En el caso peruano, el único activo que tiene esta naturaleza es el inmo-

---

6. Tobin, James; Brainard, William, "Asset Market and the Cost of Capital", en: *Essays in Economics*, Boston (MIT) 1982.

biliario, hacia el cual se canalizan todas estas demandas y ello explica el crecimiento reciente del sector construcción. Por la misma convergencia de los recursos necesarios para esta actividad, solamente excedentes significativos pueden tener esta alternativa dentro de su portafolio de posibilidades. Sin embargo, la misma falta de incentivos a la construcción para arrendamiento y la incertidumbre acerca de la legislación a este respecto, restringe la posibilidad de un aceptación masiva de recursos para el sector construcción, pues recorta el mercado de potenciales demandantes. Por ambas razones, los capitales que se canalizan a esta actividad han sido y son capitales especializados en inversiones inmobiliarias.

**e) Préstamos informales:** La breve descripción de cada una de las anteriores alternativas va a permitir delinear de manera más precisa los principales aspectos por el lado de la oferta de financiamiento. Estos son:

- Los oferentes de estos fondos son aversos al riesgo, por el mismo hecho de optar por una rentabilidad fija y costos de transacción altos antes que canalizar sus fondos a cualquier otra de las alternativas mencionadas. Los altos costos de transacción son sobre todo legales (inscripción de garantías, contratos; ejecución de las mismas de ser necesario) y pueden ser afrontados porque la demanda excedentaria está dispuesta a compensarlos.

- Pequeños ahorristas optan por esta alternativa sólo si eventualmente pueden llegar a ser demandantes de fondos. Esto explica el uso extendido de juntas y panderos. Debido a restricciones legales, existen pocas posibilidades de intermediar estos pequeños ahorros para ser colocados directamente a quienes lo demanden, pero se debe recordar que, cuando no existió castigo a este tipo de intermediación, la oferta de financiamiento principalmente mediante avisos en los medios de comunicación escritos tuvo una rápida proliferación, lo que indica que potencialmente puede llegar a tener una gran significación como fuente de financiamiento.

- Los procesos de desdolarización constituyen la coyuntura más desfavorable para el uso de estos fondos en la atención de la demanda de crédito insatisfecha, pues ésta es la alternativa más competitiva para estos fondos. La prohibición del comercio de moneda extranjera dio la oportunidad de crear mecanismos que permitieron aprovechar estos recursos con fines productivos.

- Aunque la especulación no constituye un uso alternativo muy probable para esta oferta, ya que como se ha señalado es adversa al riesgo, en la me-

dida en que se diseñe un sistema transparente que permita la canalización de estos fondos con fines crediticios, sí es posible que recursos que actualmente se dedican a fines especulativos puedan ser utilizados para financiar actividades productivas excluidas de la posibilidad de financiamiento formal.

#### 4. Mercado Informal de Financiamiento

Conociendo las características de la oferta y la demanda que confluyen en el mercado informal de financiamiento, se puede ahora describir los principales aspectos de su funcionamiento. Al iniciarse el proceso de desdolarización a partir de Agosto de 1985, es que crece durante este período este mercado y es más fácilmente accesible para obtener información del mismo. En un sondeo realizado por el Instituto Libertad y Democracia<sup>7</sup>, se encontró que la tasa real promedio de estos créditos era de aproximadamente 2.8 % mensual, lo que da como resultado una tasa anual de alrededor de 40%. Este nivel excepcionalmente alto es posible porque no existe un adecuado flujo de información en el mercado, por lo que la demanda no conoce en un momento determinado todas las fuentes alternativas. Pero esto evidencia además, que existe una magnitud de demanda suficientemente alta como para poder pagar no sólo tasas de interés positivas en términos reales, sino inclusive bastante más altas que la inflación.

La garantía más utilizada en este mercado es la hipotecaria y contratos compra-venta de bienes inmuebles, pues es justamente este tipo de garantía el menos preferido por los bancos debido a que son las garantía menos líquidas. Sin embargo, tanto este elemento como el anterior motivan, que la demanda de financiamiento informal sea sólo parcialmente atendida. Siguen sin tener acceso proyectos de rentabilidad positiva pero sin llegar a los niveles de tasas de interés de este mercado y tampoco acceden a este crédito quienes no tienen la posibilidad de ofrecer en garantía sus inmuebles, debido a que su situación legal no está debidamente saneada.

Los plazos para estos préstamos llegan hasta los cinco años, aunque son más usuales los préstamos a corto plazo. Los plazos largos se establecen para compensar los costos más altos de crédito que pudiera retracer la demanda.

En una encuesta realizada por la Universidad del Pacífico<sup>8</sup> en 1980 se ob-

---

7. Véase: Instituto Libertad y Democracia, Op. cit.

8. Véase: Universidad del Pacífico, Op. cit.

tuvo interesantes resultados sobre el financiamiento a la pequeña empresa, que es el sector que conforma gran parte de la demanda de crédito en este mercado. Se tiene por ejemplo que 40% de la muestra trabajada (que incluye tanto empresas formales como informales), no está en condiciones de cubrir sus gastos con sus propios recursos. En general, el déficit de financiamiento de este sector es de aproximadamente 30% de sus gastos operativos en lo que se refiere a capital de trabajo. Por otro lado, un 74% de las empresas manifestó tener planes de inversión, pero sólo 6% de las mismas tenían los recursos para llevarlos a cabo. Todo esto da una idea de la magnitud de la demanda.

Esta demanda es atendida de manera distinta según se trate de empresas capitalinas o provincianas. Las empresas limeñas que acuden al financiamiento son financiadas principalmente por el Banco Industrial en un 32%, y los prestamistas particulares participan con un 31%. Es decir, ya en 1980 los préstamos informales representaban para Lima una fuente de la misma envergadura que la Banca de Fomento. (Véase cuadro N° 3). Esto también se debe a que un fracción menor de las colocaciones del Banco Industrial se destina a la pequeña empresa y a zonas descentralizadas, debido a que para este fin el Banco asigna sus recursos de más bajo costo para poder ofrecer tasas preferenciales. Sin embargo, justamente debido a ello, ya que no se canalizan a este sector los recursos suficientes, la pequeña empresa tiene que endeudarse con la fuente alternativa de mayor costo, sobre todo en el caso de empresas de comercio y servicios, principales destinatarias del crédito informal (Véase Cuadro N° 4). En provincias la situación es distinta pues la Banca Comercial atiende el 53% de los requerimientos de las pequeñas empresas que obtienen financiamiento, seguida por el Banco Industrial con un 31% de participación. La explicación está en la reducida actividad económica en provincias, que ha ido perdiendo importancia en las dos últimas décadas en comparación con la capital, donde el sector informal ha tenido más rápido crecimiento. Este sector es un demandante neto de fondos que por la poca base legal de sus actividades y propiedades, es atendido muy parcialmente por la Banca de Fomento y con mayor énfasis por organizaciones sin fines de lucro y recientemente por IDESI. Sin embargo, aún los prestamistas informales no pueden cubrir toda la demanda que se genera en este sector, pues sólo un segmento de la misma puede cumplir con los requisitos de garantía hipotecaria.

## 5. Alternativas

La solución más ensayada ante este tipo de problemas es el establecimiento de fondos especiales que cubran estos requerimientos no satisfechos.

Cuadro N° 3

**Distribución de Microempresas del Sector Comercio según  
Origen de Capital Inicial  
(En terminos relativos a nivel de sub rama)**

RAMA / SUB RAMA Origen de Capital	COMERCIO					Total
	Aliment.	Confec.	Agric.	Pecuarios	Otros	
Capital Propio	78.46	75.89	81.88	70.31	77.49	78.15
Capital Colectivo	6.15	3.57	1.68	4.69	5.24	3.56
Bancos	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Coop. – Mutuales	4.62	2.23	1.34	1.56	1.05	1.78
Cred. Proveed.	1.54	1.34	1.34	3.13	1.57	1.54
Parientes Amigos	7.69	12.95	11.07	15.63	10.99	11.64
Prestamistas	0.00	0.89	2.01	0.00	1.05	1.19
No Necesito	0.00	0.45	0.00	1.56	0.00	0.24
Otros	1.54	2.68	0.67	3.13	2.62	1.90
<b>TOTAL</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

FUENTE: Encuesta SIULIM –CIUP 86

#### Cuadro N° 4

##### **Lima Metropolitana** **Tiempo de Funcionamiento de las Unidades Productivas** **del Sector Informal por Ramas de Actividades Económica**

###### **Ramas de Actividad**

Tamaño	Total	Producción	Comercio	Transporte	Servicios
Menos de 1 año	5.0	7.0	4.0	2.0	5.0
1 -2 años	10.0	7.0	11.0	12.0	4.0
2-5 años	34.0	28.0	39.0	29.0	31.0
5 -12 años	23.0	19.0	26.0	28.0	23.0
+ de 12 años.	28.0	39.0	20.0	29.0	37.0
Total:	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Nº de casos:	4,203	980	2,261	496	466

FUENTE: Ministerio de Trabajo y Promoción Social. Dirección General de Empleos. Encuesta a Estratos No Organizados en Lima metropolitana 1982

Es en esta línea que se crea el IDESI. Sin embargo, la persistencia de los problemas señalados a pesar de estas soluciones, hace necesario buscar otras alternativas, pues los fondos de fomentos, a pesar que los bancos que los canalizan existen desde hace más de 50 años, son siempre escasos. Para ello se debe considerar lo siguiente:

a) El origen del problema es que existen demandas y ofertas que no se canalizan a través del sistema financiero debido a las bajas tasas de interés, que además de desfavorecer al ahorrista, alientan el sobreendeudamiento de las grandes empresas con garantías líquidas y una mayor reinversión de las empresas excedentarias esto favorece la concentración económica al no permitir que estos recursos alimenten la oferta formal de crédito. Puede considerarse que por otros motivos sea necesario para determinada coyuntura mantener bajas las tasas de interés, pero no se puede ignorar los efectos laterales de este tipo de política.

Un nivel adecuado de tasas de interés permitirá asimismo absorber los re-

cursos que se canalizan bajo el esquema de las juntas y panderos, que actualmente funcionan bajo el sistema de pierda ahora - gane después, para así constituir un medio de acumulación indirecta a la vez que un fondo de financiamiento.

b) Cuando los fondos son escasos, las garantías adquieren una importancia decisiva como criterio de asignación de crédito ello beneficia a las grandes empresas que pueden obtener las garantías más líquidas (avales, finanzas, etc) con un costo no muy alto. Por ello se hace necesario que las garantías más populares, en este caso la garantía hipotecaria, tengan un mayor grado de liquidez para los bancos y ello sólo es posible si su ejecución, en caso de incumplimiento, puede realizarse más rápidamente. Asimismo, existen propuestas como la del ILD para que, con cargo al valor de los inmuebles de asentamientos informales, se creen sistemas de finanzas que sean de fácil aceptación para los bancos. Al respecto, existe la experiencia de Care Perú que ha venido avalando créditos del Banco Industrial y de la CC a estos sectores, con resultados auspiciosos pues muestran que los empresarios informales presentan menores niveles de morosidad que las grandes empresas y que asignan el crédito recibido de una manera bastante más productiva.

Las garantías líquidas pueden resultar de mayor utilidad sobre todo para facilitar la creación de nuevas empresas o ampliaciones de la capacidad instalada de las ya existentes. Sin embargo, su cobertura debe ser parcial para inducir a que la propia rentabilidad del proyecto sea evaluada de manera conveniente.

Se pueden aprovechar, asimismo, los fondos asociativos como garantía solidaria de determinados gremios, de forma que se utilicen dichos recursos como un mecanismo de palanca financiera.

c) Para que las propias instituciones financieras accedan a financiar a este sector, se deben crear mecanismos atractivos en cuanto a rentabilidad que induzcan a dichas instituciones a mantener parte de su cartera en este tipo de colocaciones. Ello puede lograrse permitiéndoles deducir los costos de operación de los préstamos de pequeña escala, permitiéndoles directamente un spread para estos préstamos o permitiéndoles usar los fondos de encaje para estas operaciones, tomando las medidas compensatorias debidas de acuerdo a la política monetaria.

d) Se debe establecer una regulación para los fondos que no ingresan al sistema financiero, de modo que su uso sea el más deseable socialmente. Con ese fin, resulta conveniente aceptar la intermediación de los mismos a una tasa



de interés positiva, bajo la modalidad de depósitos a plazo. La mayor afluencia de fondos que se generaría, de reformularse el marco legal, permita que el crédito no bancario sea otorgado en las mejores condiciones a los usuarios. Esto permitirá, como efecto colateral, reducir el incentivo a la dolarización y a la especulación que se da en todo contexto inflacionario.

e) Se deben diseñar sistemas que permitan aprovechar el mayor conocimiento por parte de instituciones especializadas de la actividad económica a pequeña escala que permita un menor costo operativo para las instituciones financieras y una mayor disponibilidad de recursos para las entidades de promoción. Ello se puede lograr favoreciendo mecanismos como el ya descrito acerca del uso de los fondos asociativos o induciendo el otorgamiento de líneas de crédito del sistema financiero formal a las entidades de promoción, quienes a su vez lo canalizarían a los usuarios que ofrezcan mejores posibilidades de repago.

f) El Estado debe entonces cumplir múltiples funciones que, esencialmente, serían las siguientes;

- Diseñar un marco legal e institucional adecuado para el desarrollo de las alternativas antes señaladas.

- Crear la infraestructura adecuada para brindar un óptimo servicio de asistencia técnica a los pequeños empresarios que compensen sus desventajas en términos de capacidad gerencial y competencia técnica en algunos casos (preparación de estados financieros, adaptación de tecnologías, etc.)

- Adaptar los mecanismos vigentes que puedan favorecer una mayor des-concentración del crédito tales como el arrendamiento financiero de forma que satisfagan los requerimiento de los agentes excluidos del crédito formal.

- Concentrar los esfuerzos financieros en el financiamiento de los costos operativos de las entidades que tiene experiencia en la atención de demandantes de pequeña escala, entidades de fomento, cooperativas y las que se establezcan para tal efecto.

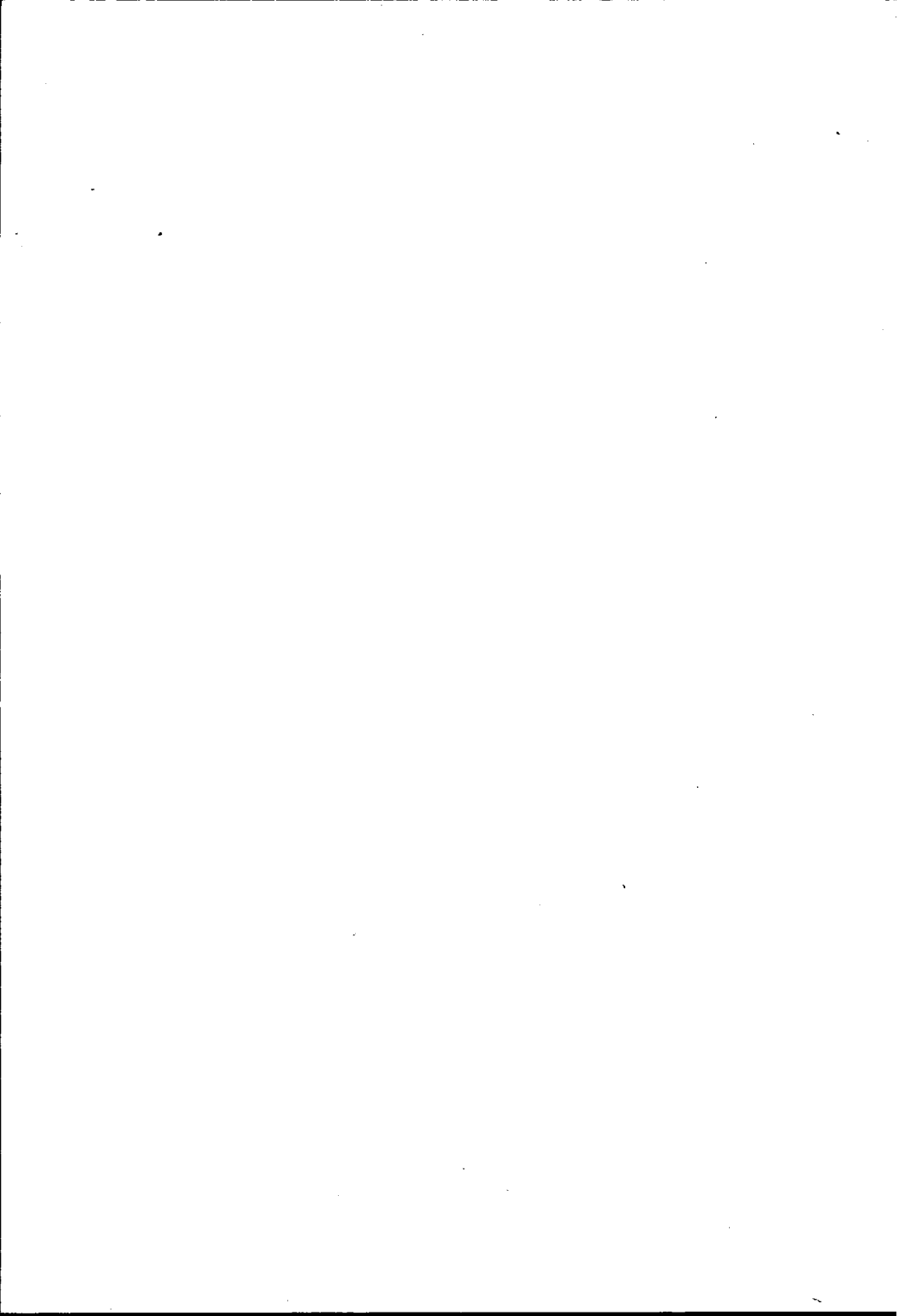
- Complementar esta política con medidas en los mercados laborales, de insumos y de bienes y servicios que aseguren que el mejor desarrollo del mercado de capitales permita una mayor regeneración de fuentes de ingreso para estas unidades económicas y no un agotamiento de las mismas.

– Realizar una permanente difusión de las alternativas de financiamiento de estas unidades económicas, sean privadas o públicas, para un mayor aprovechamiento de su experiencia y un mejor impacto de su labor de fomento.

# **EL FINANCIAMIENTO DE LA ACTIVIDAD ECONOMICA INFORMAL**

**Julio Velarde (\*)**

(\*) Economista (University of Brown)  
Miembro del Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.



## **1. Volumen y Origen de Fondos del Financiamiento del Sector Informal**

En los últimos tiempos se ha venido discutiendo mucho acerca de la magnitud e importancia creciente del sector informal, sin destacar como esta actividad se ha desarrollado tanto sin casi utilizar el crédito del sector financiero.

Tomando en cuenta que las estimaciones recientes acerca de la magnitud del sector informal van desde un 11.8 por ciento del Producto Bruto Interno (Carbonetto para 1981) hasta un 31.7 por ciento del PIB (ILD para 1984), que los informales participan prácticamente en todos los sectores económicos (a excepción, claro está, de los oligopolizados sea por controles del gobierno, magnitud de capital requerido u otras barreras a la entrada), que su participación dentro de la PEA ocupada en Lima llegaba según estimaciones de 1986 a 41.8 por ciento (véase Cuadro Nº 1), surge la pregunta de ¿cómo obtuvieron los informales el capital para iniciar su actividad?

Tanto de la encuesta CEDEP-CIIDE de 1983 como de una encuesta realizada por la Universidad del Pacífico a principios de 1987, se desprende que el origen del capital inicial de los agentes económicos informales ha sido, como era de esperarse, el capital propio o de los familiares más directos, representando el 80.5% de los casos en la encuesta de CEDEP, y el 83 por ciento de los casos en la encuesta que realizara el CIUP. (Véase Cuadros Nº 2 y 3; también en lo que sigue). Debemos advertir el cuidado que se debe tener con estos datos debido a la gran heterogeneidad del sector informal, tanto por la diversidad de giros, como por la amplitud en el espectro de volumen de actividad de los informales.

Así por ejemplo, en la encuesta del CIUP, sólo el 60 por ciento de los encuestados en el rubro de transportes inició su actividad con fondos propios. En general, el crédito de terceros fue la principal fuente del capital inicial en el 17 por ciento de los casos. Entre los microcomerciantes, los préstamos de amigos y familiares no directos representan la principal fuente de este crédito, mientras que entre los microempresarios del sector industrias, el crédito de pro-

**Cuadro N° 1**  
**Activos Financieros y Reinversión de Empresas**  
**(Saldo al 31.12.83)**

	<u>Miles de Mill. s/.</u>
Banco Central de Reserva	106.8
Banco de la Nación	946.0
Bancos Comerciales	2301.2
Banco Central Hipotecario	6.3
Banco Agrario	17.6
Banco Minero	4.3
Banco Industrial	72.8
Banco de la Vivienda	29.1
COFIDE	19.4
Empresas Financieras	177.3
Mutuales	30.9
Cooperativas de Ahorro y Crédito	0.5
Empresas de Seguros	<u>989.1</u>
	4701.4
 Reservas y Utilidades	 15237.3

FUENTE: CONASEV, "Flujo de Fondos Financieros del Perú 1979-83",  
Lima, Diciembre de 1984

veedores fue la fuente más importante del crédito de terceros. Los prestamistas informales llegaron a representar menos del 10 por ciento de las fuentes proveenientes de terceros.

En el financiamiento de las operaciones cotidianas de la actividad informal, el crédito de terceros adquiere mayor importancia, destacando especialmente el crédito de proveedores y los préstamos de familiares y amigos, panderos, juntas y cooperativas. Los prestamistas propiamente dichos, participaban con menos del 3 por ciento del financiamiento. Las líneas de apoyo crediticio al sector informal, a pesar de su importancia creciente, aún contribuyen sólo marginalmente al financiamiento del capital con que operan los microempresarios. Así, a pesar de líneas tan importantes como las de Acción Comunitaria con alrededor de 10,000 beneficiarios, FOGASI con más de 4,000 créditos otorgados, IDESI con más de 10,000 beneficiados, etc., este apoyo crediticio es aún menor al que obtienen de las cooperativas de ahorro y crédito.

**Cuadro N° 2**  
**Pasivos Financieros de Empresas**  
**(Saldos al 31.12.83)**

	<u>Miles de Mill. s/.</u>
Banco Central de Reserva	134.0
Banco de la Nación	690.2
Bancos Comerciales	3103.0
Banco Central Hipotecario	30.8
Banco Agrario	253.8
Banco Minero	311.5
Banco Industrial	977.6
Banco de la Vivienda	245.7
COFIDE	889.5
Empresas Financieras	395.4
Mutuales	885.3
Cooperativas de Ahorro y Crédito	1.3
Empresas de Seguros	<u>1040.9</u>
	8159.0

FUENTE: CONASEV, "Flujo de Fondos Financieros del Perú 1979-83",  
Lima, Diciembre de 1984

Antes de discutir el comportamiento de los prestamistas tanto formales como no-estructurados, deben señalarse dos aspectos de la actividad informal que merecen ser tenidos en cuenta en los planteamientos que se pudiera hacer en torno a cómo ampliar el acceso al crédito.

**2. Características de las Empresas Informales:**  
**Consolidación y Acumulación**

Una de las características que despierta la atención de un observador del sector informal es, sorprendentemente, su estabilidad. Se enfatiza siempre la precariedad del sector informal, sin reparar que en Lima Metropolitana (1982), más de la mitad de las unidades informales vienen operando cinco o más años (véase Cuadro N° 4). Si bien los primeros dos años de inserción dentro del sector informal son los más difíciles, reflejándose esto no sólo en el nivel promedio de ingresos más bajos que en otras unidades informales, sino también por una mayor deserción resultado del cambio de giro de negocio y/o ubicación física.

Cuadro N° 3

**Montos Prestados (1980)**  
(en miles de US\$)

	Lima				Provincias				Total			
	Indus- tria	Comer- cio	Servi- cios	Total	Indus- tria	Comer- cio	Servi- cios	Total	Indus- tria	Comer- cio	Servi- cios	Total
Banca Comercial	389.7	240.2	20.9	650.8	598.9	988.0	152.6	1,738.9	992.0	1,228.2	172.9	2,393.1
Banco Industrial	693.2	0.0	159.2	852.4	644.0	148.5	221.6	1,014.1	1,337.2	148.5	380.8	1,866.5
Inst. Financieras	58.9	0.0	70.3	129.2	0.0	32.9	13.7	46.6	59.0	32.9	70.3	162.2
Cooperativas	65.4	45.0	19.0	130.4	19.4	47.7	119.13	186.4	85.8	92.7	32.7	211.2
Personas Particulares	637.9	51.3	134.1	823.3	50.5	124.9	19.5	194.9	688.4	176.2	253.4	1,118.0
Otros	72.7	14.4	2.8	89.9	11.7	101.6		113.5	84.4	116.2	22.3	222.9
<b>TOTAL</b>	<b>1,918.8</b>	<b>350.9</b>	<b>406.3</b>	<b>2,676.0</b>	<b>1,324.5</b>	<b>1,443.8</b>	<b>526.1</b>	<b>3,294.4</b>	<b>3,246.8</b>	<b>1,784.7</b>	<b>932.4</b>	<b>5,973.9</b>

Fuente: Diagnóstico de la Pequeña Empresa a Nivel Nacional - Universidad del Pacífico.

**Montos Prestados (1980)**  
(en porcentaje)

	Lima				Provincias				Total			
	Indus- tria	Comer- cio	Servi- cios	Total	Indus- tria	Comer- cio	Servi- cios	Total	Indus- tria	Comer- cio	Servi- cios	Total
Banca Comercial	20	68	5	24	45	68	29	53	31	68	19	40
Banco Industrial	26	0	39	32	49	10	42	31	41	8	41	31
Inst. Financieras	3	0	17	5	0	2	3	1	2	2	8	3
Cooperativas	3	13	5	5	1	3	23	6	3	5	4	4
Personas Particulares	33	15	33	31	4	9	4	6	21	10	27	19
Otros	4	4	1	3	1	7	0	3	3	6	2	4
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fuente: Diagnóstico de la Pequeña Empresa a Nivel Nacional - Universidad del Pacífico.



Cuadro N° 4

**Distribución de las empresas Según Fuente (1980)**  
 (% de empresas prestatarias)

	Lima				Provincias				Total			
	Indus- tria	Comer- cio	Servi- cios	Total	Indus- tria	Comer- cio	Servi- cios	Total	Indus- tria	Comer- cio	Servi- cios	Total
Banca Comercial	27	26	8	23	37	58	37	46	32	50	27	38
Banco Industrial	28	0	1	17	43	8	23	24	36	7	16	21
Instit. Financieras	4	0	8	4	0	2	0	1	2	1	2	2
Cooperativas	15	26	45	23	7	13	10	10	11	16	22	15
Personas Particulares	23	38	35	27	9	12	20	13	15	18	25	18
Otros	3	10	3	5	4	7	10	6	4	8	8	6
TOTAL	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

**Numero de Prestamos otorgados según Fuente (1980)**  
 (% de préstamos)

	Lima				Provincias				Total			
	Indus- tria	Comer- cio	Servi- cios	Total	Indus- tria	Comer- cio	Servi- cios	Total	Indus- tria	Comer- cios	Servi- cios	Total
Banca Comercial	27	24	5	22	43	68	35	53	36	60	24	43
Banco Industrial	18	0	2	11	26	4	18	15	22	3	12	13
Inst. Financieras	2	0	5	2	0	1	0	0	1	1	2	1
Cooperativas	13	27	34	20	5	7	7	6	9	11	17	11
Personas Particulares	38	40	51	41	19	12	34	19	27	17	40	26
Otros	2	9	3	4	7	8	6	7	5	8	5	6
TOTAL	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Esta mayor estabilidad puede ser atribuida a diversos factores, destacando entre los principales lo bajo de los gastos generales y el peso de la retribución al factor trabajo dentro de los ingresos informales. La aparente consolidación de la empresa informal (que aparece después de dos o tres años) pareciera estar ligada a los obstáculos al ingreso de nuevos informales en el nicho particular que ocupan estas unidades específicas. Estas barreras de entrada que se crean también, en gran medida informalmente, en particular en el sector comercial (que es el que concentra el mayor rubro de informales), limitan parcialmente la competencia que significaría el ingreso de nuevos informales en ese submercado particular. Así, en las "paraditas" se limita la entrada de nuevos ambulantes, las calles y plazas se lotizan entre los informales establecidos, limitando el ingreso de nueva competencia. Esto favorece la aparición de una renta diferencial, producto de estas barreras de entrada, que contribuye a estabilizar y consolidar los ingresos derivados de su ocupación y explicarían parcialmente los diferenciales de retribuciones que se producen. Esta renta diferencial es la que contribuye a la fuerte valoración de alguno de estos espacios informales.

El Instituto Libertad y Democracia estimó el precio de alguno de estos lugares informales en Polvos Azules, Plaza Dos de Mayo, alrededores del Mercado Central, etc., hallando que el precio de un puesto en Polvos Azules era alrededor de doscientos cincuenta dólares, mientras que en el Mercado Central excedía de los mil dólares. En otro estudio realizado por el CIUP a comienzos de 1987, se pudo detectar que hace ya casi dos años la transferencia de un puesto en Polvos Azules costó algo más de dos mil dólares de aquel entonces, mientras que el estimado del costo de transferencia de un pequeño puesto de venta de confecciones en los alrededores del Mercado Central no bajaba de los 3,500 dólares.

Es decir, el ingreso de dichos ambulantes incluye además de la retribución al factor trabajo y al capital que empleen, una renta por su ubicación relativamente privilegiada. Estas barreras de entrada pueden ser más débiles o fuertes en otros giros, pero generalmente existen, sean ellas las que surgen de la consolidación de una clientela a través del tiempo, de las ventajas diferenciales frente a proveedores o distribuidores establecidos a lo largo de una relación de años, u otra cualquiera. En tal sentido, créditos al consumidor, que obtuvieran el quintil de mayores ingresos dentro del sector informal, no tendrían por qué tener más riesgo, en principio, que el crédito a empleados de ingresos medios.

Otra de las características que llama la atención dentro del sector informal, además de la suerte de consolidación a que se hizo referencia anteriormen-

te, es el rápido ritmo de acumulación que experimentan. En el estudio realizado por el CIUP, se ha visto cómo unidades informales que se iniciaron con el equivalente a diez dólares de capital, han conseguido, en cinco años superar los 1,000 dólares de capital, vale decir un incremento en el patrimonio de su negocio del orden de 10,000% en el período. Esto indica, primero, que hay efectivamente un excedente que se genera dentro del sector informal y que puede aplicarse a la expansión del mismo negocio y, segundo que al seguir invirtiendo los informales en este negocio creen que esta alternativa es más rentable que otras que pudieran tener a su alcance. Hay que señalar, sin embargo, que este rápido ritmo de acumulación y las rentabilidades altísimas sobre el capital que se pueden observar, y que superan en algunos casos el 10,000% anual, no son del todo correctas en cuanto atribuyen todo el excedente de la unidad empresarial informal al capital que se tiene invertido. Es decir, esta "ganancia" está incluyendo también lo que debiera ser la remuneración al factor trabajo.

Si uno estudiara cómo va variando esta "ganancia" relativa en relación al capital, vería cómo ésta se eleva inicialmente para ir desplazándose luego en una tendencia declinante conforme aumenta el capital de operación. Esto pareciera ser atribuible a que inicialmente, con muy poco capital, se produce una suerte de capacidad ociosa de la fuerza de trabajo. Es decir con el bajo volumen de mercaderías con el que comercia inicialmente un vendedor de confecciones, no está vendiendo durante toda su jornada de trabajo; conforme aumenta el capital, la cantidad de horas trabajadas en cuanto a duración sigue siendo igual, pero son más aprovechadas, o sea, el incremento del capital permite disminuir esta suerte de "capacidad ociosa" de la mano de obra. Esto significaría que el rendimiento de este capital inicial comprende también un rendimiento mayor del día trabajado. Conforme aumenta después el capital, esta "ganancia" es cada vez menos atribuible al factor trabajo y más al capital, por lo que tiende a descender en términos porcentuales.

### **3. Características del Financiamiento del Sector Informal por parte del Mercado financiero no Organizado**

Los altos rendimientos del capital explican cómo se pueden pagar en algunos casos (que si bien no son tan numerosos pues representa un porcentaje inferior al 5% de las encuestas), las altas tasas de interés de los prestamistas que en algunos casos llegan al 28% mensual, vale decir, una tasa anualizada de 1,900% en uno de los casos reportados en el estudio que realizó el CIUP. El crédito que reciben de los prestamistas no es tan frecuente, no por el rechazo de los prestamistas a los comerciantes que ya tenían algún tiempo de establecidos, sino por la resistencia a solicitarlo de mayor cantidad de negociantes

informales frente al alto costo de ese tipo de crédito. Este financiamiento a tales tasas de interés representa, además de lo que usualmente se argüiría como una prima por el riesgo (elementos que sin duda incluye, pero probablemente más importante es el costo de evaluación y seguimiento del crédito, en relación al pequeño tamaño de éste a través de la dación del crédito), un reconocimiento de la estabilidad relativa de ocupaciones informales particulares.

Como se sabe, un inti que se presta a un agente económico contribuye al financiamiento de todo ciclo de producción y venta, pudiéndose derivar a través del productor formal que recibe el crédito, ya sea al financiamiento de un proveedor informal o a ampliar el capital de trabajo de un micro-comerciante, mediante mercaderías que se dejarán en consignación o que se entregaran a crédito. Con esto no se quiere decir que el recipiente original de la colocación bancaria no obtenga ventajas diferenciales, pues gracias al acceso al crédito formal pueden establecerse barreras a la entrada de la competencia, aumentar su poder de negociación vis a vis aquél que enfrenta dificultades para acceder al crédito bancario, apropiarse de la renta que genera el contar con financiamiento barato en un contexto de represión financiera, etc. Lo que se desea señalar simplemente son dos cosas, la primera es que no se precisa haber recibido directamente el crédito de un banco para beneficiarse de él, y segundo, que estimaciones de la demanda de crédito a través de la sumatoria simple de la demanda de los agentes económicos individuales tiende a sobreestimar el volumen de crédito requerido.

Un resultado inesperado de la encuesta que realizó el CIUP a comienzos de 1987 fué que en muchos casos no había diferencia entre el precio de la compra al contado y el financiado a plazos menores de quince días. Obviamente, el costo financiero estaba implícito en el precio para todos; pero no parecía ser particularmente alto, desprendiéndose que en este caso el financiamiento simplemente brindaba una ventaja diferencial a los comercializadores que lo otorgaban. En cierto sentido, el que una porción significativa del crédito a los informales provenga del mercado financiero no organizado es eficiente (aspecto que ha sido señalado para varios otros países), pues el conocimiento del volumen de sus operaciones, de su cumplimiento anterior, de la exposición crediticia recomendable, de la rotación del capital que se financia, etc., es obtenible por el proveedor a un menor costo, al formar parte de su operación de venta, que el que le significaría a una institución financiera. Es decir, pueden conceder el crédito tanto con un menor costo de procesamiento, como con una mejor evaluación del riesgo frente a las instituciones formales de crédito.

Dentro de la utilización de otros canales del mercado financiero no-organizado merecen destacarse los panderos y los créditos de parientes y amigos y los de los prestamistas informales.

En el caso de los panderos y juntas vale la pena destacar que no son sólo una fuente de recursos, sino también un mecanismo de aplicación de fondos excedentarios a tasas de rendimiento mayores que las tasas pasivas del sistema financiero. Si bien la tasa de interés activa de los panderos en algunos casos no ha estado muy alejada de la del Mercado Financiero Formal, al no haber un margen de intermediación la colocación de fondos en los panderos parece haber superado ampliamente el rendimiento de los depósitos financieros. Es interesante destacar también que los panderos se forman prácticamente para todos los niveles de necesidades de préstamos; por otro lado resulta asimismo interesante notar que el precio al cual se subasta el crédito, que refleja el interés, ha evolucionado de acuerdo a los escenarios de inflación y de represión crediticia.

En el caso de los préstamos de gente no especificada, tales como parientes y amigos, estos constituyen también, a veces, una forma de aplicar excedentes estacionales de liquidez, de establecer una obligación recíproca a futuro y de comenzar a enterarse de nuevos giros de actividad a través de la participación en el financiamiento parcial.

En el caso de los prestamistas propiamente dichos, se pueden diferenciar muy preliminarmente hasta tres tipos. Un primer tipo es el de aquéllos que ponen avisos en los periódicos y prestan usualmente contra artefactos eléctricos, etc. Estos parecieran utilizarse algo más para necesidades familiares, o emergencias, que para la actividad productiva, si bien agentes económicos informales acuden a ellos cuando todavía no están suficientemente establecidos, no son conocidos, desean ingresar a un nuevo giro o requieren de un volumen de crédito que exceda al de utilización normal en su negocio. Un segundo tipo que también pone avisos en los periódicos, han pasado ya a constituir pequeños bancos, captando fondos pagando tasas reales muy altas y prestándolos. En 1986, la Superintendencia publicó una serie de avisos advirtiendo al público que sólo los bancos podían captar ahorros, señalando el riesgo de depositar en estos "bancos informales". La Superintendencia había descubierto varios de estos bancos, entre los cuales se hallaba uno que consiguió captar "depósitos" por más de cinco millones de dólares, de acuerdo a informaciones que no han podido ser confirmadas. Un tercer tipo de prestamistas, que es el que se reveló más importante, es el que tiende a especializarse en zonas por giros y que al

conocer algo más el tipo y volumen de movimiento de sus potenciales prestatarios, presta más ya sea contra una letra o con el aval de otra persona, frente a los dos casos anteriores en que se privilegian las garantías reales y fácilmente realizables.

#### **4. Obstáculos al Financiamiento del Sector Informal por parte del Sector Financiero Formal**

¿Por qué se canalizan tan pocos fondos del sistema financiero formal a los microempresarios? Un elemento esencial para responder a la pregunta está dado por la represión financiera; en particular, por las tasas de interés negativas. Las consecuencias y la forma en que se da este racionamiento de crédito han sido cubiertos en gran medida por los dos trabajos precedentes a esta publicación. Cabe destacar simplemente que la asignación de crédito distorciona esta represión de las tasas de interés, al tratar de aumentarse la rentabilidad disminuyendo el costo de procesar, seguir y recuperar el crédito; el costo mayor de prestar a los informales no puede traducirse ya sea en una prima mayor de riesgo o en una tasa de interés que refleje el costo mayor de procesar clientes pequeños y nuevos. Este comportamiento se refleja en una búsqueda mayor de seguridad a través de garantías, en contemplar al crédito como un favor, que lo es al proporcionar una renta a los pocos que tienen acceso al mismo (una encuesta que realizara el ILD hace más de un año, mostraba cómo 62 por ciento de las empresas declaraban necesario tener que efectuar alguna compensación para obtener un crédito, compensación que iban desde inocentes regalos en Navidad hasta porcentajes del crédito). Todo esto tiende a generar una discriminación de demandantes de crédito pequeños y poco conocidos.

Si bien también es tratado en parte en los trabajos precedentes, no debe dejarse de mencionar cómo las tasas pasivas reales fuertemente negativas conducen a una desintermediación financiera acelerada. A julio de 1987, ya el ahorro financiero real en el país sólo fue el 60 por ciento del existente en diciembre de 1984, tal como se desprende de la nota semanal del BCR. Este proceso de desintermediación increíblemente brusco se ha producido en otros países cuando dentro de contextos altamente inflacionarios se ha insistido en mantener remuneraciones a los depósitos altamente negativos. El caso reciente de Bolivia ilustra este fenómeno; en menos de tres años desde el decreto de desdolarización de noviembre de 1982, el ahorro financiero real se comprimió casi totalmente, llegando los depósitos del sistema financiero (excluyendo los depósitos a la vista) al final del gobierno de Siles Suazo a representar menos del 3 por ciento del monto real de recursos antes depositados. Esto es fácil de enten-

der si consideramos primero que, al aplicarse una tasa de interés muy baja frente a la inflación a una masa dada de fondos prestables, éstas caen fuertemente en términos reales; segundo, que esta misma masa se va reduciendo al querer la gente proteger su riqueza aplicando estos depósitos a la compra de activos que atenúan la erosión inflacionaria; tercero que esta misma huida del cuasidivertido agrava todavía más la inflación, por lo que el ciclo tiende a intensificarse. De no hacerse algo en el Perú con respecto a la tasa de interés no sólo no va a poder ampliarse el acceso al crédito a nuevos grupos, sino que el crédito para todos ha de reducirse sustancialmente.

Sin embargo, el acceso al crédito financiero formal de los informales ha sido reducido incluso en los momentos de aparente exceso de fondos prestables. Durante los últimos cuatro años han habido etapas extensas de altos sobreencargos en el Banco Central de Reserva del Perú, que en algunos períodos incluso han superado los cien millones de dólares. Esto indica cómo el racionamiento de crédito se da en mercados segmentados en que coexiste un exceso de fondos prestables, con paradójicamente un exceso de demanda por parte de aquéllos que ven limitado su acceso al crédito.

Los factores limitantes para el acceso al crédito formal son, por un lado, el mayor riesgo crediticio potencial que se atribuye a los micro-empresarios, y por otro lado, el alto costo que significa procesar solicitudes de nuevos clientes que demandan montos pequeños de crédito. Cualquier solución que desee ampliar el espectro de usuarios del crédito formal, debe tener en cuenta estos obstáculos institucionales.

## 5. Propuestas

Para atenuar estos problemas, se plantea la constitución de una central de riesgo que permita incorporar no sólo los datos de los potenciales demandantes de crédito, su récord anterior, los activos que tuvieran, sino también las características económico-financieras que se esperarían de acuerdo al giro y volumen de su negocio. Esto contribuiría primero, a través de una mayor información, a disminuir, mediante un mayor conocimiento, el riesgo potencial de incumplimiento de los clientes a quienes se apruebe el crédito; segundo, el simplificar la evaluación de la solicitud de crédito, al tomar, como se hace en la banca personal, unos pocos criterios para aprobar o denegar la solicitud en primera instancia de una manera bastante simple.

Por otro lado, se plantea el que se establezca un seguro parcial de crédito

para los microempresarios. Interesa que sea parcial para que la institución financiera no deje de efectuar el análisis creditico que considere indispensable. Obviamente, en el caso de la recuperación parcial del crédito, lo recuperado se asignaría al seguro de acuerdo a la proporción que haya garantizado. Cabe señalar que ya el D. S. 092-97-EF que crea el Fondo de Financiamiento del Sector Informal habla de la aceptación de pólizas de seguro para cubrir parte del riesgo de incumplimiento de los prestatarios. Este seguro se justifica que sea subsidiado por el gobierno, al menos en su etapa inicial, por la gran divergencia entre la rentabilidad percibida del crédito por parte del prestamista formal y la rentabilidad social de dicha colocación.

Se considera además necesario el ir a la acreditación de los activos que poseen los microempresarios, tales como viviendas, construcciones, maquinaria, no tanto para constituir una prenda sobre ellos, sino porque su posesión constituye, tanto un indicador de estabilidad, como de solvencia.

Estas medidas sólo podrían tener éxito en el marco de una política realista de tasas de interés, que limite el rentismo de la obtención del crédito y permitan la existencia de una prima por el mayor riesgo.



**XII TALLER DE INVESTIGACION**  
**"MERCADO FINANCIERO NO ORGANIZADO Y**  
**FINANCIAMIENTO DE LA ACTIVIDAD INFORMAL"**

**LISTA DE PARTICIPANTES**

Moderador: Máximo Vega Centeno

Daniel Adiazola, (Banco Industrial)  
Jesús Aguilar, (ALTERNATIVA)  
Germán Alarco, (BCR)  
Raúl Alcántara, (Peruinvest)  
Antonio Alva, (MEF)  
Augusto Alvarez Rodrich  
Melgmar Allacco, (Promotora Peruana S.A.)  
Mónica Allramseder, (Universidad de Constanza)  
José Andrade, (E. Ferreyros)  
José Arce  
Carlos Arellano, (Coop. Ind. Plásticas)  
Katia Avalos, (Peruinvest)  
Martis Avalos, (IDESI)  
Susana Ayona, (CCC)  
Ernesto Ballón, (Banco Industrail)  
Katherine Barnickel, (GREDES)  
Augusto Bedoya  
Mario Belaunde, (ALIDE)  
Enrique Beltrán, (COFIDE)  
Norma Benavides, (IDESI)  
Ileana Boza, (COFIDE)  
Adolfo Bravo, (Acción Comunitaria)  
Christian Brenstedt, (EDAPROSPO)  
Carmen Calderón  
José Calipos, (La Moneda)  
Mercedes I. Carazo, (INP - OIT)  
Fidel Castro, (OIT)  
Cristina Coello, (Banco Industrial)  
José A. Colmenares, (Banco Latino)  
Miguel Comejo (CIUP)  
Eliana Chávez, (CEDEP)  
Samuel Chíncaro, (CIPDEL)

Jorge Chiney, (BCR)  
Alvaro Chirinos, (Banco Industrial)  
Alfredo Dancuart, (BCR)  
Mauricio de la Cuba, (BCR)  
Mónica de Icaza, (CIESUL)  
Patricia del Hierro, (CIUP)  
Héctor del Risco, (COFIDE)  
Ambros Dotzer, (Fundación Friedrich Ebert)  
Ruediger Dornbusch  
Jorge Dubrovsky, (CEA)  
Carlos Elías, (COSAPI)  
Lidia Elías, (Ministerio de Trabajo)  
Rosa Encinas, (L. y M. Asesores Asociados)  
Jaime Espinoza, (ALIDE)  
Roger Espinoza, (Macroconsult)  
Cecilia Esteves, (CIESUL)  
José Fernández Baca, (Mutual Perú)  
Augusta Fisher, (Banco Latino)  
Mario Gálvez, (UNA)  
Rosa Gálvez, (FENAPI-Perú)  
Roberto Gamarra, (Inst. de Est. Econ. y Soc.)  
María T. Garayar, (BCR)  
Carol Graham, (Universidad de Oxford)  
Heinz Hauser, (Fundación Friedrich Ebert)  
José Herrera, (Banco Latino)  
Raúl Hidalgo, (Universidad de Lima)  
Claudio Higa, (COFIDE)  
José Higashionna, (TAGAL)  
Jorge Idrogo, (Proceso Económico)  
Héctor Isola, (Banco Industrial)  
Juana Kuramoto, (GRADE)  
Alfredo Lazarte, (OEA)  
Janina León, (PUC)  
Víctor Loyola, (MICTI)  
Carlos Mantilla, (SNI)  
Jorge A. Márquez  
Percy Marquina, (ILD)  
Gryzel Matallana, (COFIDE)  
Víctor Montero, (CINSEYT)  
Jorge Montesinos, (ALIDE)  
Marco Montoya, (Acción Comunitaria)

Manuel Montoya, (Acción comunitaria)  
 Guillermo Mosquerira, (EDAPROSPO)  
 Manuel Mujica, (ILAE)  
 Martín Naranjo, (COFIDE)  
 Guillermo Nolasco, (FEDEVAL)  
 Juan Nunura, (Universidad del Callao)  
 G. Jaime Ochoa, (COPPA)  
 Juan Ojeda, (UNI - IECOS)  
 Marco Olivera, (FOGASI)  
 Roberto Olivera, (FENAPI)  
 Humberto Ortiz, (EDAPROSPO)  
 Clara Ogata, (ILD)  
 César Pachas, (Bolsa y Finanza)  
 Mario Pácora, (MICTI)  
 Víctor Paredes Pérez, (Universidad del Callao)  
 Angel Peñaloza, (CINSEYT)  
 Teobaldo Pinzás, (ONUDI)  
 Rossana Polastri, (GRADE)  
 Luis Ponce, (Sociedad Paramonga)  
 Javier Portocarrero, (Fundación Friedrich Ebert)  
 Ricardo Reaño, (Auto Ahorro S.A.)  
 Ariela Ruiz-Caro, (JUNAC)  
 Efraín Salas, (CCC)  
 César San Miguel, (Hoechst Peruana)  
 Máximo San Román, (APEMIME)  
 Pablo Saravia, (La República)  
 Luis M. Sirumbal, (CEDAL)  
 Miguel Solan, (Universidad del Pacífico)  
 Milo Stanojevich, (CARE-PERU)  
 Gonzalo Tamayo, (Macroconsult)  
 Mario A. Tejada, (Universidad de Lima)  
 Waldemar Tello  
 Jorge Terry  
 Roger Teszler, (ONUDI)  
 Jim Thomas, (London School of Economics)  
 Alberto Tokeshi, (Universidad de Lima)  
 Alejandro Toledo, (ESAN)  
 Mauricio Traugott, (FOGASI)  
 Roberto Urrunaga, (GRADE)  
 Vilma Varga de Belaunde, (Ministerio de Trabajo)  
 Carlos Vega, (Superintendencia de Banca y Seguros)

Francisco Vélez Vélez, (MEF)  
Marco Venegal, (IDESI)  
Martín Villafuerte, (Banco Industrial)  
Fernando Villarán  
Carlos Wendorff, (Universidad Católica)  
Justo Ysla Olazo, (Consutrat)  
Juan Zúñiga, (El Comercio)

## **TALLER DE INVESTIGACION**

### **I. INFLACION Y REDISTRIBUCION EN EL PERU**

Oscar Dancourt, Efraín Gonzales de Olarte, César A. Herrera, Pacífico Huamán.  
Julio 1985.

### **II. AHORRO INTERNO Y EL SISTEMA FINANCIERO**

Luis Baba Nakao, Ramón Rosales Díaz, José Valderrama, Marylin Choy  
Julio 1985

### **III. LA DOLARIZACION Y SU IMPACTO EN LA ECONOMIA PERUANA**

Germán Alarco T., Carlos Otero B., Emilio G. Barreto, Ramón Remolina.  
Octubre 1985.

### **IV. CUATRO MITOS SOBRE LAS EMPRESAS PUBLICAS EN AMERICA LATINA**

Alfred H. Saulniers, Ignacio Basombrío Z., Jorge A. Borrani W., Luis Bustamante B., Felipe de Lucio P., Félix Remy A.C.  
Diciembre 1985.

### **V. REACTIVACION INDUSTRIAL: DE CORTO A MEDIANO PLAZO**

Martín Villafuerte, José I. Távara, Mercedes Araoz, Roberto Rodríguez, Fernando Villarán.  
Enero 1986.

### **VI. PEQUEÑA INDUSTRIA, REACTIVACION Y DESARROLLO INDUSTRIAL**

Jorge Peirano M., Jorge Manrique C., José Lanz R., Víctor Montero J.  
Julio 1986.

### **VII. EMPLEO, SALARIOS Y DISTRIBUCION DEL INGRESO: MARGENES DE POLITICA**

Germán Alarco, Patricia del Hierro, Javier Alvarado G., Máximo Vega Centeno.  
Setiembre 1986.

### **VIII. REACTIVACION Y POLITICA ECONOMICA HETERODOXA 1985-1986**

César Herrera, Oscar Dancourt, Germán Alarco  
Abril 1987.

**IX. EL MERCADO DE CAPITALES COMO INSTRUMENTO DE LA POLITICA ECONOMICA**

Catalina Rabinovich Woloshin, Luis Baba Nakao, Enrique Solano Morales, José C. Luque Otero.

Abril 1987.

**X. AHORRO INTERNO Y FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO**

Alfredo Thorne, César Ferrari, Javier Iguiniz, Alonso Polar.

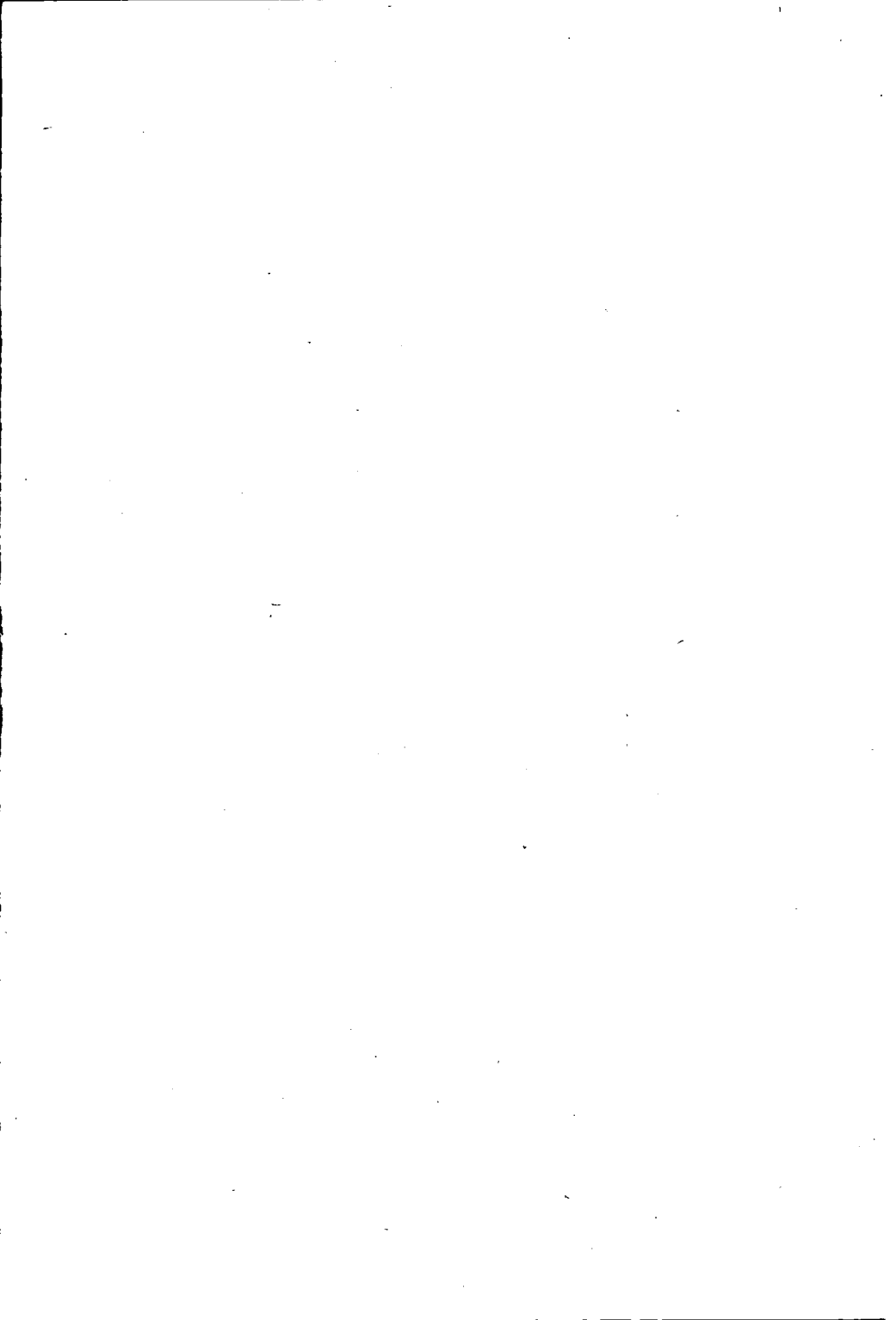
Diciembre 1987.

**XI. LOS FUNDAMENTOS ESTADISTICOS DE "EL OTRO SENDERO", DEBATE SOBRE EL SECTOR INFORMAL EN EL PERU.**

Renzo G. Rossini, Jim J. Thomas, Equipo Económico de ILD.

Diciembre 1987.

**FUNDACION FRIEDRICH EBERT J. Vanderghen 229  
Miraflores - Lima**



IDRC CRDI



289065

Impreso por  
Servicios Editoriales  
Adolfo Arteta